T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE BİR ÖRNEK ÇALIŞMA: ARÇELİK A.Ş. İLE GRUNDİG ELEKTRONİK A.Ş. BİRLEŞMESİ

Basri ARI

Öğrenci Numarası: 2501830213

Danışman: Doç. Dr. Vedat SARIKOVANLIK

İSTANBUL 2010

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MÜDÜRLÜĞÜ



TEZ ONAYI

Enstitümüz **FİNANS** Bilim Dalında **2501830213** numaralı **BASRİ ARI'nın** hazırladığı **"ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE BİR ÖRNEK ÇALIŞMA: ARÇELİK A.Ş İLE GRUNDİG ELEKTRONİK A.Ş. BİRLEŞMESİ"** konulu **YÜKSEK LİSANS/** ~~DOKTORA TEZİ~~ ile ilgili **TEZ SAVUNMA SINAVI,** Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 15.Maddesi uyarınca **26.05.2010 Çarşamba** günü saat **11.00'de** yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin .....Kabul.....'ne* **OYBİRLİĞİ** /~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATİ(*)	İMZA
PROF.DR.BELKIS SEVAL	Kabul	
PROF.DR.İHSAN ERSAN	Kabul	
DOÇ.DR.VEDAT SARIKOVANLIK	Kabul	
DOÇ.DR.AHMET KÖSE	Kabul	
DOÇ.DR.FATİH YILMAZ	Kabul	

Adres: Besim Ömerpaşa Caddesi Kaptan-ı Derya Sokağı 34452 Beyazıt/İstanbul
Tel: 0212 440 00 00 / 14219-14220-14221-14222-14226-14227-14243
Fax: 0212 440 03 40 e-mail: sbe@istanbul.edu.tr

Öz

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Günümüzde etki alanı en büyük gelişmelerden biri olan küreselleşme, şirketleri değişen pazar ve rekabet koşullarına ayak uydurmak için yeni çözümler geliştirmek zorunluluğu ile karşı karşıya bırakmıştır. Birleşme, şirketlerin çözüm arayışları sonucu gündeme gelmiş ve özellikle son yıllarda yaygınlık kazanmaya başlamış gelişmelerden biridir.

Ticaretin ve yatırım politikalarının serbestleşmesi, bilgi teknolojilerinde, iletişimde ve taşımacılıkta meydana gelen gelişmeler, küresel ticaretin ve bununla birlikte küresel rekabetin artması sonucunu doğurmuştur. Ülkelerin kendi sınırları içerisinde başta ekonomik anlamda daha büyük ölçeklere ulaşabilmek amacıyla yapılan birleşmeler, sınırlar ötesine de aynı amaçlarla ve uluslararası alanda rekabet edebilmeyi sağlamak için yaygın biçimde başvurulan bir yol olmaktadır.

Son dönemlerde ülkemizde gündeme gelen bir birleşme şekli de holdingler bünyesinde gerçekleşen birleşmelerdir. Holdingleşmenin yaygın olduğu dönemde holdingler çok sayıda sektörde yer almaya önem verirken, bazı durumlarda aynı sektörde birden fazla şirket sahibi de olmuşlardır. Holdinglerin son yıllarda bu şirketleri birleştirme yoluna gittikleri görülmektedir.

Birleşme ya da satın almalarla ilgili olarak üzerinde en çok durulan, en fazla zaman harcanan konu şirket değerinin belirlenmesi olmaktadır. Bu tür kararlarda yapılacak hatalar uzun yıllar etkisini sürdürmekte ve maliyetleri yüksek olmaktadır.

Bu çalışmada şirket birleşmelerine örnek olarak hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören Arçelik A.Ş. ile Grundig Elektronik A.Ş. birleşmesi incelenmiştir.

Anahtar kelimeler: Şirket birleşmesi, değerleme, finans

Abstract

COMPANY MERGERS

Globalization, one of the greatest developments with the broadest impact area today, has been exposed to the necessity of developing new solutions to adapt the changing market and competition conditions. Merger has come onto the agenda as a result of the solution seeking by the companies, and is one of the developments which began to become widespread in the recent years.

Liberalization of the commerce and investment policies, developments experienced in the information technologies, communication and transport have led to increase of global trade and global competition associated with this. The mergers carried out for the purpose of reaching higher scales particularly in economical terms within the own boundaries of the countries are becoming a commonly resorted way in order to ensure the capability of competing for the same purposes beyond the boundaries and in the international domain.

A merger method that became onto the agenda recently in our country is the mergers within the bodies of holdings. While the holdings places importance on taking place in many sectors in the course when holding organization was common, in some cases, they have owned more than one companies in the same sector. It is seen that the holdings tend to merge such companies in the recent years.

Assessing the company value is the matter which is most emphasized and on which most time is spent in regard to mergers and acquisitions. Any mistakes to be made in such decisions sustain their effects for long years, and they are high costly.

In this study, the merger of Arçelik A.Ş. and Grundig Elektronik A.Ş., whose equities are listed in Istanbul Stock Exchange, has been reviewed as an example.

Keywords: Company merger, valuation, finance

İÇİNDEKİLER

ÖZ **ii**

ABSTRACT **iii**

İÇİNDEKİLER **iv**

TABLOLAR LİSTESİ **ix**

KISALTMALAR **xi**

GİRİŞ **1**

I. BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

1.1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN TANIMI VE SINIFLANDIRILMASI 3

1.1.1. Birleşmenin Tanımı 3

1.1.2. Şirket Birleşmelerinin Sınıflandırılması 5

1.1.2.1. Ekonomik Faaliyet Alanlarına Göre Birleşmeler 6

1.1.2.1.1. Yatay Birleşme 6

1.1.2.1.2. Dikey Birleşme 7

1.1.2.1.3. Dairesel Birleşme 8

1.1.2.1.4. Çok Yönlü Dağılma İle Birleşme 9

1.1.2.2. Hukuki Yapılarına Göre Birleşmeler 10

1.1.2.2.1. Biçimsel Birleşmeler 10

1.1.2.2.1.1. Tröst 10

1.1.2.2.1.2. Holding 11

1.1.2.2.1.3. Konsorsiyum 12

1.1.2.2.1.4. Birleşme 12

1.1.2.2.1.5. Ele Geçirme 13

1.1.2.2.1.6. İş Ortaklığı 13

1.1.2.2.2. Biçimsel Olmayan Birleşmeler 14

1.1.2.2.2.1. Kartel 14

1.1.2.2.2.2. Centilmenlik Anlaşması 15

1.1.2.2.2.3. Çıkar Grupları 16

1.1.2.2.2.4. Havuzlama 16

1.2. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ **16**
1.2.1. Sinerji Yaratma 16
1.2.1.1. İşletim Sinerjisi 17
1.2.1.2. Finansal Sinerji 17
1.2.1.3. Yönetimsel Sinerji 18
1.2.2. Çeşitlendirme 19
1.2.3. Büyüme 20
1.2.4. Finansal Nedenler 21
1.2.5. Vergi Avantajı 22
1.2.6. Psikolojik Nedenler 23
1.2.7. İyi Bir Yönetime Sahip Olma 24
1.2.8. Rekabetin Azaltılması 25
1.2.9. Serbest Nakit Akımları 26

1.3. BİRLEŞMENİN TARİHSEL GELİŞİMİ VE DÜNYADAN ÖRNEKLER **27**
1.3.1. Tarihsel Süreçte Birleşme Dalgaları 27
1.3.1.1. Birinci Dalga (1897-1904) 27
1.3.1.2. İkinci Dalga (1916-1929) 28
1.3.1.3. Üçüncü Dalga (1965-1969) 28
1.3.1.4. Dördüncü Dalga (1981-1989) 29
1.3.1.5. 1990'larda Şirket Birleşmeleri 30
1.3.2. Bazı Avrupa Ülkelerinde Şirket Birleşmeleri 32
1.3.3. Sınır Ötesi Şirket Birleşmeleri ve Günümüz Eğilimleri 32
1.3.4. Türkiye'de Şirket Birleşmeleri 33
1.3.5. Koç Grubunda Gerçekleşen Önemli Şirket Birleşmeleri 40

II. BÖLÜM
BİRLEŞME SÜRECİ, DEĞERLEME VE DEĞERLEME UYGULAMASI

2.1. BİRLEŞME SÜRECİ VE FİNANSMANI 47

2.1.1. Birleşme Süreci 47

2.1.2. Şirket Birleşmelerinde Yaşanan Başarısızlıkların Nedenleri 50

2.1.3. Birleşmenin Finansmanı 53

2.1.3.1. Nakit Ödeme 53

2.1.3.2. Hisse Senedi Değişimi Yolu İle Ödeme 54

2.1.3.3. Borç Senetleri İle Ödeme 55

2.1.4. Birleşme Karşıtı Taktikler 55

2.1.4.1. Engelleyici Ele Geçirme Önlemleri 55

2.1.4.1.1. Zehirli Haplar 55

2.1.4.1.2. Şirket Ana Sözleşmesinde Yapılan Değişiklikler 56

2.1.4.1.3. Altın Paraşüt 57

2.1.4.2. Aktif Önlemler 58

2.1.4.2.1. Hisse Senetlerini Belirli Bir Primle Geri Alma 58

2.1.4.2.2. Durdurma Antlaşması 58

2.1.4.2.3. Beyaz Şövalye 59

2.1.4.2.4. Sermaye Yapısı Değişiklikleri 59

2.2. ŞİRKET DEĞERİ VE ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ 60

2.2.1. Şirket Birleşmeleri ve Şirket Değeri 60

2.2.2. Şirket Değerleme Yöntemleri 61

2.2.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımı 62

2.2.2.2. Piyasa Çarpanları 63

2.2.2.3. Özkaynak Yöntemi 63

2.2.2.4. Net Aktif Değeri Yöntemi 64

2.2.2.5. Tasfiye Değeri Yöntemi 65

2.2.2.6. Yeniden Yapma Değeri Yöntemi 66

2.2.2.7. Emsal Değeri Yöntemi 67

2.2.2.8. Ekspertiz Değeri Yöntemi 67

2.2.2.9. Defter Değeri Yöntemi 68
2.2.2.10. Şirket Değeri / Satışlar Yöntemi 69
2.2.2.11. Hisse Başına Kazançlar Yaklaşımı 69

2.3. BİRLEŞME SÜRECİNDE DEĞERLEME UYGULAMASI 70
2.3.1. Nakit Akımlarının Belirlenmesi 70
2.3.1.1. Cari Yıl Nakit Akımları 71
2.3.1.2. Geçmiş Yıllardaki Nakit Akımları 71
2.3.1.3. Şirketlerin Faaliyette Bulundukları Sektörün Analizi 72
2.3.1.4. Gelecekteki Nakit Akımları Tahmini 73
2.3.2. Iskonto Oranının Belirlenmesi 73
2.3.3. Birleşme Görüşmelerinin Sınırları 74

III. BÖLÜM
ARÇELİK A.Ş. İLE GRUNDİG ELEKTRONİK A.Ş. BİRLEŞMESİ

3.1. ARÇELİK A.Ş. İLE GRUNDİG ELEKTRONİK A.Ş. DEĞERLEMESİ 77
3.1.1. Şirket Profili 78
3.1.1.1. Şirket Profili-Arçelik 78
3.1.1.2. Şirket Profili-Grundig Elektronik A.Ş. 81
3.1.2. Endüstri Profili 82
3.1.3. Arçelik A.Ş. ve Grundig Elektronik A.Ş. Değerlemesi 84
3.1.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi 84
3.1.3.2. Piyasa Çarpanları Analizi 85
3.1.3.3. Özkaynak Yöntemi Analizi 86
3.1.3.4. İndirgeme Oranı – WACC 86
3.1.4. Değerleme Sonuçları 87
3.1.4.1. Arçelik A.Ş. Değerleme Sonuçları 87
3.1.4.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi
Yöntemine Göre 87

3.1.4.1.2. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemine Göre 95
3.1.4.1.3. Özkaynak Yöntemi Analizine Göre 98
3.1.4.2. Grundig Elektronik A.Ş. Değerleme Sonuçları 99
3.1.4.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemine Göre 99
3.1.4.2.2. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemine Göre 107
3.1.4.2.3. Özkaynak Yöntemi Analizine Göre 110
3.1.5. Birleşme ve Değiştirme Oranları 111
3.1.5.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemine Göre 111
3.1.5.2. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemine Göre 113
3.1.5.3. Özkaynak Yöntemi Analizine Göre 114
3.1.6. Seçilen Yöntem ve Gerekçesi 115

SONUÇ **117**
KAYNAKÇA **120**
EKLER **125**

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1. Koç Grubu Şirket Birleşmeleri 46
Tablo 2.1. Değişim Oranının Sınırları 75
Tablo 3.1. Özsermaye Maliyeti Hesaplaması 89
Tablo 3.2. Borç Maliyeti Hesaplaması 90
Tablo 3.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti 91
Tablo 3.4. İNA Yöntemi Nihai Dönem Değerinin Hesaplanması 92
Tablo 3.5. İşletme Sermayesi Analizi 93
Tablo 3.6. Devir Hızları 93
Tablo 3.7. İNA Yöntemi Nakit Akımı Hesaplaması 94
Tablo 3.8. İNA Yöntemi Değer Göstergesi (Arçelik) 95
Tablo 3.9. Arçelik Piyasa Çarpanları 97
Tablo 3.10. Arçelik Piyasa Çarpanları Değer Göstergesi 98
Tablo 3.11. Özkaynak Yöntemi Değer Göstergesi (Arçelik) 99
Tablo 3.12. Özsermaye Maliyeti Hesaplaması 101
Tablo 3.13. Borç Maliyeti Hesaplaması 102
Tablo 3.14. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti 103
Tablo 3.15. İNA Yöntemi Nihai Dönem Değerinin Hesaplanması 104
Tablo 3.16. İşletme Sermayesi Analizi 105
Tablo 3.17. Devir Hızları 105
Tablo 3.18. İNA Yöntemi Nakit Akımı Hesaplaması 106
Tablo 3.19. İNA Yöntemi Değer Göstergesi (Grundig) 107
Tablo 3.20. Grundig Piyasa Çarpanları 109
Tablo 3.21. Grundig Piyasa Çarpanları Değer Göstergesi 110
Tablo 3.22. Özkaynak Yöntemi Değer Göstergesi (Grundig) 111
Tablo 3.23. Arçelik Sermaye Yapısı 111
Tablo 3.24. Grundig Sermaye Yapısı 112
Tablo 3.25. İNA Yöntemi Değer Göstergesi 113
Tablo 3.26. İNA Yöntemine Göre Birleşme ve Değiştirme Oranı 113

Tablo 3.27. Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Değer Göstergesi 114
Tablo 3.28. Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Birleşme ve Değiştirme Oranı 114
Tablo 3.29. Arçelik ve Grundig Özkaynak Yöntemi Değer Göstergesi 115
Tablo 3.30. Özkaynak Yöntemine Göre Birleşme ve Değiştirme Oranı 115
Tablo 3.31. Yöntemlere Göre Değerleme Sonuçları 115

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BANİS	: Borçtan Arındırılmış Net İşletme Sermayesi
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BDT	: Bağımsız Devletler Topluluğu
FY	: Finans Yılı
HBG	: Hisse Başına Gelir
İD	: İşletme Değeri
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İNA	: İndirgenmiş Nakit Akımı
M/D	: Mevcut Değil
SBM	: Sabit Büyüme Modeli
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
ŞD	: Şirket Değeri
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
VAFÖK	: Vergi, Amortisman ve Faiz Öncesi Kar
VFÖK	: Vergi ve Faiz Öncesi Kar
VÖK	: Vergi Öncesi Kar
VSK	: Vergi Sonrası Kar
VUK	: Vergi Usul Kanunu
WACC	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
WIPO	: Dünya Fikri Haklar Örgütü
Y/Y	: Yıldan Yıla

GİRİŞ

Gerek ulusal, gerekse uluslararası düzeyde rekabet edebilecek şirketler, belirli büyüklüğe erişmiş şirketlerdir. Dolayısıyla, rekabet gücüne sahip, optimal şirket büyüklüklerine ulaşmanın bir yolu da şirketler arasında yapılacak birleşmelerdir. Nitekim günümüzde sadece ulusal sınırlar içinde değil uluslararası boyutlarda da şirketler arasında birleşmeler hızla artmaktadır.

1980 sonrası uygulamaya konulan ekonomik politikanın da etkisiyle, şirketler arasında sık sık yapılan birleşmeler konunun önemini arttırmıştır. Ülkemizde şirketlerin etkinliğini, rasyonelliğini arttırmada olduğu kadar, güçlük içinde bulunan işletmelerin bu güçlükten kurtulmasında da önemli bir araç olarak kullanılabilecek şirket birleşmelerinin finansal analizi bu çalışmanın amacını oluşturmaktadır. Bu amaçla yapılan çalışma üç bölümden meydana gelmektedir.

Birinci bölümde, genel olarak şirket birleşmelerinin tanımı, ekonomik faaliyet alanlarına ve hukuki yapılarına göre şirket birleşmelerinin sınıflandırması yapılmış, şirket birleşmelerinin yeri ve önemi ortaya konulmaya çalışılmıştır. Ayrıca şirketlerin birleşme nedenleri, birleşmenin tarihsel gelişimi örneklerle açıklanmış ve çeşitli ülkelerde şirket birleşmeleri konuları ele alınmıştır.

İkinci bölümde, çalışmanın odak noktasını oluşturan şirket birleşme sürecinin finansmanı ve şirket değerlemesi konusu yer almaktadır. Şirketlerde birleşme süreci, şirket birleşmelerinde yaşanan başarısızlıkların nedenleri ve şirketlerin birleşme karşıtı taktikleri üzerinde ayrıntılı olarak durulmuştur.

Finansal analizin en önemli kısmı şirket değerinin belirlenmesinin oluşturması nedeniyle, şirket değerinin belirlenmesi, özellikle, kapsamlı olarak incelenmiştir. Çeşitli şirket değerleri kavramlarıyla, birleşmelerde bu değerlerin önemi vurgulanmıştır. Günümüzde şirket değerini verebilecek en gerçekçi yöntemler olarak kullanılan indirgenmiş nakit akımı, piyasa çarpanları, özkaynak yöntemi ve diğer yöntemler ayrıntılı olarak incelenmiştir.

Üçüncü bölümde ise, diğer bölümlerde kuramsal olarak ele alınan şirket birleşmelerinin finansal analizinin, hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören Arçelik A.Ş. ile Grundig Elektronik A.Ş.'nin yapmış olduğu birleşmeleri üzerinde uygulaması yapılmıştır.

Sonuç bölümünde ise, konunun genel olarak bir değerlemesi yapılarak, bazı öneriler getirilmeye çalışılmıştır.

I. BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

1.1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN TANIMI VE SINIFLANDIRILMASI

Birleşmeler, işletmelerin kullandıkları büyüme yöntemlerinden bir tanesidir. Bu bölümde şirket birleşmelerinin tanımı ve şirket birleşmelerinin sınıflandırılması yapılmıştır.

1.1.1. Birleşmenin Tanımı

Birleşme kavramı devralma ve yeni kuruluş nevinde birleşmeleri kapsayan üst kavramdır. Dar ve teknik bir tanıma göre birleşme, çeşitli sermaye ortaklıklarının tasfiye edilmeksizin bir ortaklık haline gelmesi ve birleşen ortaklık veya ortaklıkların pay sahiplerine, bu ortaklığın paylarının verilmesidir.[1]

Sözlük anlamı ile birleşme, ayrı iken tek bir bütün durumuna gelmek anlamını içerir.[2] O halde dar anlamı ile şirket birleşmeleri iki veya daha fazla ayrı şirketin tek bir bütün durumuna gelmesidir.

Geniş tanımıyla şirket birleşmeleri; iki ya da daha fazla şirketin büyüme amacıyla faaliyetlerinin ekonomik ve hukuksal açıdan tek bir birlik haline getirilmesi veya işbirliğine gitmeleridir.

Şirket birleşmeleri, şirketin dışsal büyüme yöntemlerindendir. O halde şirket birleşmeleri kavramı ile büyüme kavramı birbirleri ile ilişkili olan bir kavramdır. Daha doğrusu şirket birleşmeleri, büyümenin nasıl gerçekleştirildiğini gösteren bir kavramdır.

---

[1] Şükrü Kızılot, **Kurumlar Vergisi Kanunu ve Uygulaması**, Yaklaşım Yayınları, Ankara, 2000, s.2202.
[2] **Türkçe Sözlük**, Türk Dil Kurumu, Genişletilmiş 7. Baskı, 1983.

Şirketlerde büyüklüğün ölçüsü olarak birçok gösterge (biri veya birkaçı bir arada) kullanılabilmektedir. Bunlar;

a) Toplam varlıkların defter değeri,
b) Piyasadaki şirket değeri,
c) Toplam satış hacmi,
d) Toplam çalışan sayısı,
e) Örgütsel karmaşıklık derecesi,
f) Yatırım ve üretim hacmi,
g) Diğer ölçütler.

Büyüme, bu değişkenlerin bir zaman aralığında gösterdiği genellikle artma yönündeki değişme olarak tanımlanabilir.[3]

Bir şirket ya içsel ya da dışsal yollarla büyüyebilir. Şirketlerin faaliyetleri sonucunda yarattıkları ya da dışarıdan temin ettikleri kaynakları yeni yatırım alanlarına yatırmaları ile gerçekleştirdikleri büyüme içsel büyümedir. Bunun yanında şirketlerin, bir ya da birden fazla şirketin tamamını veya bir bölümünü ele geçirerek büyümeleri dışsal büyüme olarak adlandırılır.[4]

İçsel büyümeler gibi dışsal büyümelerde de amaç, şirket sahip veya sahiplerinin servetini, başka bir ifadeyle işletmenin piyasa değerini maksimize etmektir.[5]

Ticaret ortaklıklarının, özellikle sermaye ortaklıklarının birleşmesiyle ilgili olarak çeşitli ülkelerin yasal düzenlemelerinde farklı kavramlar kullanılmaktadır.

---

[3] İ. Melih Baş, Şirket Birleşmelerine Finansal Bir Bakış: Özellikle Birleşmeler, **Verimlilik Dergisi**, Ankara, Ocak 1990, s.46-47.
[4] Nurhan Aydın, Şirketlerin Dışsal Büyümeleri; Birleşme, Satınalma ve Konsolidasyon, **Eskişehir Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi,** Cilt 4, Sayı 2, Kasım 1986, s.201-202.
[5] D. S. Lawrance, H. Charles, **Introduction to Financial Management,** Mc. Graw-Hill Bank Company, Newyork, 1983, s.711.

Avrupa dillerinin pek çoğunda şirket birleşmeleri, ufak söyleniş ve yazılış farklılıklarıyla Latince kökenli ortak bir sözcük olan Almanca Fusion, Fransızca'da da Fusion ve İtalyanca'da Fusiona kelimeleriyle ifade edilmektedir. Anglo-Sakson hukuk çevrelerinde şirket birleşmelerini ifade etmede Merger sözcüğü ortak terim niteliğindedir. İngiliz hukukunda amalgamation, Amerikan hukukunda consolidation sözcükleri birleşme anlamında kullanılmaktadır.[6]

Literatürde genellikle şirket birleşmelerini ifade etmede (combination, merger acquisition, consolidation) sözcükleri eş anlamlı kullanılmaktadır. Bir kısım yazarlar, yaklaşık aynı büyüklükteki şirketlerin birleşmelerini ifade etmede acquisition (satın alma-devralma) kavramını kullanmışlardır. Birleşen şirketlerin kişiliklerinin ortadan kaldırılıp yeni bir şirketin ortaya çıkması şeklinde olan birleşmelerini ifade etmede consolidation (konsalidasyon) kavramı kullanılmıştır.[7]

Türkiye'de de bu kavram kargaşası hali hazırda mevcuttur. Türk hukukunda en azından şirketlerin birinin, hem de hukuksal bağımsızlığını yitirerek işbirliğine gitme olayı birleşme kavramıyla ifade edilmesine karşın, uygulama ve teoride bir terim birliği oluşturulamamıştır. Bazı yazarlar, birleşme için genel ve toplayıcı bir kavram olarak füzyon terimini kullanmıştır. Bazı yazarlar ise merger veya birleşme terimini kullanmışlardır.

1.1.2. Şirket Birleşmelerinin Sınıflandırılması

Şirket birleşmeleri, ekonomik faaliyet alanlarına göre veya birleşme işlemi sonucu şirketin değişecek olan hukuki yapılarına göre olmak üzere iki farklı yaklaşıma göre sınıflandırılabilir.

---

[6] H. Sami Türk, **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi**, Banka ve Ticaret Araştırma Enstitüsü Yayınları No:185, Ankara, 1986, s.3-4.

[7] Nurhan Aydın, **Şirket Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği**, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayını, Ankara, 1990, s.10.

1.1.2.1. Ekonomik Faaliyet Alanlarına Göre Birleşmeler

Ekonomik faaliyet alanlarına göre şirket birleşmeleri dörde ayrılabilir. Bunlar yatay birleşme, dikey birleşme, dairesel birleşme ve çok yönlü dağılma ile birleşmedir.

1.1.2.1.1. Yatay Birleşme

Yatay birleşme, bir şirketin faaliyette bulunduğu iş kolundaki pazar payını arttıracak yönde büyümesidir. Şirket yarattığı fonları aynı iş kolundaki yatırımlara ayırarak veya benzer malları üreten şirketleri satın alarak ya da birleşerek yatay büyümeyi sağlayabilir.[8]

Bir şirketin aynı iş kolunda faaliyet gösteren başka bir şirketle birleşmesi ya da o şirketi satın alması durumunda gerçekleşen büyüme türüdür. Eskiden sahip olunan pazar payının genişlemesiyle, daha fazla miktarda tüketici elde edileceğinden, daha fazla ürün satılacaktır. Yatay büyüme sonucunda birleşen şirketler, daha büyük olmanın avantajlarından yararlanırlar ve rekabet üstünlüğü elde ederler.[9]

Şirketleri bu tür bir birleşmeye yönelten nedenler şunlardan meydana gelebilir:

- Pazar payını yükseltmek,
- Piyasada tekel olmak ya da bütünleşme derecesini yükseltmek
- Ölçek ekonomilerinin sağladığı avantajlardan faydalanmak

Yatay birleşme sonucunda, şirketin ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatının rekabetin azaltılmasından dolayı her zaman yüksek olacağı, yani her zaman birleşme sonucu oluşan şirketin tekelci karı elde edeceğini söylemek yanlış olabilir. Yatay

[8] Mehmet Civan, Halil Ekşi, **Kobi'lerde Yeniden Yapılandırma ve Bu Bağlamda Şirket Birleşmeleri ile Bir Uygulama**, 2000, s.397.
[9] Şadi Can Saruhan ve Ayla Öncer Özdemir, **Değer Hedefli İşletmecilik**, 1. Baskı, İstanbul, M.Ü. Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, No:529/762, 2004, s.50.

birleşme sonucunda rekabetin azaltılması, pazardaki işletmelerin fiyat rekabeti dahil yeni rekabet alanlarına girmelerine neden olabilir.[10]

Burada bir şirketin zayıf yönleri diğer bir şirketin güçlü yönleri ile dengelenmektedir. Yatay bir banka birleşmesinde, taraflardan birinin özel sektörde yer alan güçlü bir banka olması, diğerlerinin ise uluslararası sanayi finansmanında faaliyette bulunan bir banka olması buna örnek olarak verilebilir.[11]

1.1.2.1.2. Dikey Birleşme

Aynı sektörde ve değer yaratma zinciri içindeki şirketler arasındaki birleşmelerdir. Şirketin ürünlerinin tüketici pazarına yönelik üretim ve dağıtımını yapan diğer şirketlere yapılan birleşmeler ileriye yönelik dikey birleşmedir. Şirketin girdilerini sağlayan tedarikçi pazarına yönelik faaliyette bulunan şirketlerle yapılan birleşmeler geriye yönelik dikey birleşmelerdir.[12]

Örneğin bir malın üreticisiyle satıcısı, dağıtımcısı, pazarlamacısı arasında sağlanacak olan bu birleşmeler dikey birleşme türüne girmektedir. Şirket, ürettiği ürünün hammaddesinin üretiminden kendisine ulaşmasına kadar geçen tüm evrelerde yer alan şirketlerle birleşirse "geriye yönelik", ürettiği ürünün kendisinden çıkıp son kullanıcıya ulaşıncaya kadar geçen evrelerde yer alan şirketlerle birleşirse "ileriye yönelik" dikey birleşmelerden söz edilir. Geriye yönelik dikey birleşmelerin avantajları olarak daha önceden şirket yetkililerince kararlaştırılan kalite ve miktarda hammaddeye istenilen zamanda ve uygun koşullarla ulaşılabilme sayılabilir. İleriye yönelik dikey birleşmelerdeyse, şirketler pazarlama fonksiyonunda sinerji etkisinden yararlanmaktadırlar. Bu şekilde ürettikleri mal ve hizmetlerin pazarlanmasında bir takım avantajlar yakalayabilmektedirler.

---

[10] Orhan Çelik, **Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi,** Ankara, Turhan Kitabevi, 1999, s.20.
[11] Helmut Pernsteiner, **İşletme Bilimi Literatüründe Birleşme Kavramı**, İstanbul, Alfa Yayınları, 2003, s.5-6.
[12] Hayri Ülgen ve Kadri Mirze,**İşletmelerde Stratejik Yönetim**, 1.Basım, İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2004, s.315.

Dikey birleşmeye örnek olarak bir havayolu şirketinin bir seyahat acentesiyle birleşmesi örnek verilebilir. Dikey birleşme ile ilgili olarak, şirketlerin faaliyet alanlarının ilişkisiz olmamak kaydıyla birbirinden mümkün olduğu kadar uzak olmasının birbirine yakın olmasından daha iyi olduğunu düşünmek hatalı olabilir.

Şirketlerin, gereksinim duyduğu hammaddeyi veya ara mamulü satan şirketlerle birleşmesine geriye doğru dikey birleşme, ürettiği mal ve hizmetleri pazarlayan şirketlerle birleşmesine de ileriye doğru dikey birleşme denilmektedir.[13]

Bir meşrubat imalatçısının bir şeker üreticisiyle birleşmesi geriye doğru dikey birleşmeye, aynı meşrubat üreticisinin ürünü için satış yeri olan bir ayaküstü lokanta zincirine sahip bir şirketle birleşmesi ileriye doğru dikey birleşmeye bir örnektir.[14]

1.1.2.1.3. Dairesel Birleşme

"Aynı türe ilişkin olarak" da adlandırılan bu birleşmede, birbirleriyle ilgili işlerin birleşmesi söz konusudur.[15] Ürettikleri mamuller birbiriyle ilişkili olmadığı halde, aynı dağıtım kanalını kullanan otomobil ve buzdolabı gibi dayanıklı tüketim malı üreten şirketlerin birleşerek aynı dağıtım kanalını kullanması, dairesel birleşmeye örnektir. Örneğin, her ikisi de bankacılık sektöründe yer alan Desiyab ve Turizm Bankası'nın birleşmeleri böyle bir birleşmeye örnek olarak gösterilebilir.

Ortak merkezli birleşmeler, teknoloji, üretim süreci ve piyasa açısından birbirleriyle ilişkili şirketler arasında yapılmaktadır. Bu birleşme türü satın alınan şirketin, alan şirketin ürün hattını, piyasa katılımcılarını ya da teknolojisini iyileştirme amacı taşımaktadır.[16]

---

[13] Semih Büker, Rıza Aşıkoğlu ve Güven Sevil, **Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Eskişehir, CIP-Anadolu Üni. Kütüphane ve Dökümantasyon Merkezi, 1997, s.499.
[14] Ahmet Kavak, **Sermaye Şirketlerinin Tasfiye, Birleşme, Devir ve Bölünme İşlemleri**, Maliye ve Hukuk Yayınları, 2005, s.49.
[15] Ali Ceylan, **İşletmelerde Finansal Yönetim,** 5. Baskı, Bursa, 1998, s.275.
[16] Hazel J. Johnson, **Corporate Finance Manual Mergers and Acquisitions A Framework for the Right Executive Decision,** Great Pearson, Education Limited, 1999, s.9.

Aynı türe ilişkin mal ve hizmetlerin dağıtımı kontrol altına alındığı için bu tür birleşmelerde, pazarlama fonksiyonuna ilişkin sinerji etkisi görülür.[17]

1.1.2.1.4. Çok Yönlü Dağılma İle Birleşme

Farklı sektör veya pazarlardaki şirketler arasında birleşmedir. Şirketler, bilgi ve deneyimlerinin bulunmadığı, kendileri için yeni olan pazarlara ortalamanın kar sağlamak gibi nedenlerle girmeyi isteyebilir. Bu tür birleşmeler çeşitlendirme stratejileridir.[18]

Bu tür şirket birleşme türünün altındaki mantık riskin en uygun şekilde dağıtılmaya çalışılmasıdır. Birbirleriyle ilişkisi olmayan alanlarda faaliyette bulunan şirketler, riski dağıtma ve büyüme amaçlarıyla birleşirler. Bir şirketin kendi esas faaliyetinde olmayan sektörden bir şirket ya da şirketlerle birleşmesi olarak isimlendirilen bu birleşmelerin çeşitli sebepleri vardır. Örneğin şirketler bu tür birleşmelerle nakit akışlarını daha düzenli hale koyabiliyor ve daha az riskli görünebiliyor.

Bu tür birleşmelerde de kritik faktörlerde durum değerlendirmesi, sinerjiden yararlanabilme ve şirket kültürlerinin uyumu başarı için gereklidir.

Bu tür birleşmeyi seçen şirketler, genellikle ya ürün genişletmek (product extention) ya da pazar genişletmek (market extention) amacını gütmektedirler.[19] Çok yönlü dağılmada riskin dağıtılması ya da daha yerinde bir deyişle yatırımların birbirleriyle ilgili olmayan konulara yöneltilmesi ile riskin azaltılması olanağı vardır.[20]

---

[17] Tamer M. Müftüoğlu, **İşletme İktisadı,** Ankara, Turan Kitabevi, 1989, s.527.
[18] Hayri Ülgen ve Kadri Mirze, a.g.e. s.316.
[19] Aysun Önet, **Küreselleşme, Rekabet Edebilirlik ve Şirket Birleşmeleri**, Kıbrıs Türk Ticaret Odası, Ocak, 2004, s.15.
[20] Atilla Gönenli, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 4. Baskı, İstanbul, Formül Matbaası, 1983.

Bir petrol rafinerisi şirketinin, ilaç şirketi ile birleşmesi bu yöndeki birleşmeye örnek olarak verilebilir. Holdingler çapraz büyümeye örnek olarak gösterilebilir. Ülkemizde Koç ve Sabancı Topluluklarının birçok uluslararası şirketler ile değişik üretim konularında işbirliği içerisine girerek çok yönlü dağılma ile birleşmeleri (çapraz birleşme) gerçekleştirdikleri görülmektedir.[21]

Şirketlerin esas mal veya hizmet üretimi ve pazarlamasının dışına kayarak gerçekleştirilen birleşmelerdir. Amaç farklı alanlara yatırım yapılarak grubun riskinin düşürülmesidir. Çok yönlü dağılmada diğer bir amaç ise, ekonominin pek çok kesiminde pazar hâkimiyetini ele geçirmedir.[22]

1.1.2.2. Hukuki Yapılarına Göre Birleşmeler

Hukuki yapılarına göre şirket birleşmeleri, biçimsel ve biçimsel olmayan birleşmeler olarak iki grupta incelenmiştir.

1.1.2.2.1. Biçimsel Birleşmeler

Biçimsel birleşmeler, şirketler arası birleşmelerin yazılı bir biçime bağlı olduğu birleşme türleri olup altı çeşidi vardır.

1.1.2.2.1.1. Tröst

Tröst, iki veya daha fazla şirketin tekelci güç oluşturmak amacıyla tüzel kişiliklerini yitirerek, sermaye ve yönetimlerini birleştirmesidir. Tröstlerin yatırım ve oylama tröstleri olmak üzere başlıca iki türü vardır:

[21] Mine Tükenmez ve diğerleri, **Muhasebe Sistemi Uygulama Tebliğine Göre; Finansal Yönetim**, İzmir, Vizyon Yayınları, 1999.
[22] Muharrem Özdemir, **Finansal Yönetim**, Ankara, Gazi Kitabevi, 1997, s.544.

- **Oy Hakkı Satın Alınmış Tröstler**

Bu tip tröst çeşidinde, şirket yönetimini ele geçirmek amacıyla piyasaya arz edilen hisse senetleri ele geçirilir. Yapılacak olan ilk genel kurul toplantısında ise oylama ile şirket yönetimi ele geçirilir.

- **Yatırım Tröstleri**

Sermaye yatırımını amaç edinmiş şirketlerin oluşturduğu birleşmedir. Sermaye sahipleri, bu şirketler aracılığı ile sermayelerini önemli bir riske sokmadan ve yüksek karlarla işletme şansına sahip olur. Toplanan sermaye karşılığında, sermaye sahibine tröst katılım sertifikası verilir. Oluşturulan sermaye yurtiçinde ya da dışında hisse senedine ya da tahvile yatırılır. Farklı sektörlere, ülkelere ve yatırım araçlarına dağılan sermaye ile oluşturulan portföy ile risk faktörleri minimize edilerek, kar marjı yükseltilir.[23]

1.1.2.2.1.2. Holding

Holding, bir veya birden fazla şirketin pay senetlerinin büyük bölümünü elinde bulundurarak onların yönetim ve denetimine sahip olan şirkettir.[24]

Sermaye şirketlerinin bir holding bünyesinde yönetim, sermaye ve denetim açısından bir araya getirmenin amacı, şirketlerin yönetim ve finansal yapılarını güçlendirmektir.

Holdingler pek çok şirketi yönetim ve sermaye açısından bir araya getirerek finans ve yönetim yapılarını güçlendirmekte, böylece kendi sektörlerinde daha güçlü ve etkin olmalarını sağlamaktadır.

---

[23] Serkan Yazıcıoğlu, "**Şirket Birleşmeleri",**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, Yıldız Teknik Üniversitesi SBE, 1997, s.17-18.
[24] Faruk Güçlü, **Şirketler Muhasebesi**, Ankara, Detay Yayıncılık, 2003, s.165.

1.1.2.2.1.3. Konsorsiyum

İki ya da daha fazla şirketin bir işi ya da projeyi gerçekleştirmek üzere aralarında geçici olarak hukuki ve ekonomik bağımsızlıklarını koruyarak vardıkları işbirliğidir.[25] Konsorsiyum adı altında birleşen şirketler kendi ticari faaliyetlerinden doğan hukuki işlemlerinde borçlar kanunu hükümlerine tabi olacaklardır. Konsorsiyum biçim ve hedef itibariyle ortak girişimlerle benzerlik göstermelerine rağmen proje odaklı olmaları ve şirketlerin ortaklarının sadece proje ve ya taahhütler kapsamındaki anlaşmalarla sınırlı kalması en belirgin farklardır.

Bu tür birleşmelerde şirketler hukuki bağımsızlıklarını yitirmedikleri için, projenin tamamlanmasıyla birlikte konsorsiyum kendiliğinden dağılacaktır. Konsorsiyumlar özellikle hava limanı, baraj, metro, otoyol gibi uzun yıllar süren projeleri gerçekleştirmek yaygın olarak kurulur.

Konsorsiyumlara ilginç bir örnek; Atatürk Barajının yapımında üç şirketin bir araya gelerek yalnızca bu proje için tüzel kişiliği olan yeni bir şirket oluşturmaları verilebilir. Burada birleşen ortaklar, tüzel kişiliği olan yeni bir şirket oluşturmakla birlikte, kendi hukuksal statülerini korumaktadırlar.[26]

1.1.2.2.1.4. Birleşme

Birleşme; iki şirketin tek bir çatı altında toplanması ve hedef şirketin tasfiye edilmesi biçiminde gerçekleşeceği gibi satın alma yoluyla hedef şirketin hisselerinin bir kısmının, tamamının veya önemli aktiflerinin edinilmesi ve ya her iki şirketin de birleşerek tek bir şirket haline gelmesi şeklinde gerçekleşebilir.[27] Genel olarak devralma, satın alma ve konsolidasyon şeklinde gerçekleşir.

---

[25] Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, İ.Ü. İşletme Fakültesi, Muhasebe Enstitüsü, 6. Basım İstanbul, Yayın no: 56. 1994, s.909.
[26] Halil Can, Doğan Tuncer ve Doğan Yaşar Ayhan, **Genel İşletmecilik Bilgileri**, Ankara, Tipo Matbaacılık, 1986, s. 99-100.
[27] Yeni T.T.K. Yasa Tasarısı, Madde. 136.

Her devralma birleşme değildir. Birleşmede birleşen şirketin mal varlığı bütün olarak diğer şirkete geçer. Bunun karşılığında yeni kurulan veya devralan şirketin hisse senetleri alınır. Bu açıdan bakıldığında nakit karşılığı devralma veya bir holding içerisinde hukuki varlıklarını koruyarak devralma birleşme kabul edilemez.

1.1.2.2.1.5. Ele Geçirme

Ele geçirme; bir şirketin, diğer bir şirket idaresinin ve bazı ortaklarının arzu etmemesine rağmen kontrol ya da sahiplik elde etmek amacıyla hisse senetleri satın almasıdır. Ele geçirme, iki şirketin kendi arzu ve iradeleriyle birleşmesi anlamına gelebildiği gibi, bir teklif fiyat ile hedef şirketin idaresinin direncine karşın hisselerini bu fiyattan satmaya istekli paydaşların paylarını satın almak manasına da gelebilir. Ele geçirmenin sonunda şirket ekonomik bağımsızlığını kaybeder ve diğer şirketin eline geçer.

1.1.2.2.1.6. İş Ortaklığı

Bir işi yalnız başına yapma yeteneği bulunmayan bir şirketin iki veya daha fazla şirketle birlikte kaynaklarını bir araya getirerek oluşturdukları yeni şirket sayesinde faaliyetlerini geliştirme seçeneğidir.[28]

İş ortaklığı stratejisi;

· Yeni bir işe başlamanın yüksek riskini azaltması,
· Küçük şirketlere büyük şirketlerle rekabet etme ve onlar arasında yaşama şansı vermesi,
· Yeni teknolojileri kolayca elde edebilme imkanı vermesi nedenleriyle şirketlere cazip gelebilir.

[28] Arthur Jr. Thompson, Alonzo J. Strickland, **Strategy and Policy, Concepts and Cases**, Business Publications Inc, Dallas Texas, 1978, s.78.

Bu işbirliğine iştirak eden şirket temsilcilerinin yönetim kurullarına verdikleri kendi faaliyet raporlarını da "iş ortaklığı" olarak bünyesinde bulundurma hakkına haizdir. Ayrıca iş ortaklığı şeklindeki oluşumlar bu birliktelik bünyesinde yapılmakta olan yönetim giderlerine de katılmayı kabul ederler. En büyük dezavantajları, bağımsız yönetimin bu oluşumun çeşitli ortakları arasında bölünmesi ve sınırlı kontrole uygun olması nedeni ile kara olduğu gibi oluşabilecek potansiyel zarara da ticari gizlilik, örf ve teamüle uygun olarak katılma gerekliliğinin sağlanabilmesi zorluğudur.[29] Avantajları ise, şirketlerin kendi bağımsız hukuki varlıklarını devam ettirmeleri yanında, atıl kaynaklarını kullanabilmeleridir.

1.1.2.2.2. Biçimsel Olmayan Birleşmeler

Biçimsel olmayan birleşmeler, şirketler arasında oluşan rekabeti sınırlandırmak veya bir konuda işbirliği yapmak üzere oluşan ve yazılı bir biçime sahip olmayan birleşme türleridir.

1.1.2.2.2.1. Kartel

Şirketler arasında en sık rastlanan işbirliği şeklidir. Kartel, aynı üretim branşında çalışan şirketlerin rekabeti ortadan kaldırmak veya azaltmak amacıyla hukuksal varlıklarını koruyarak oluşturdukları işbirliğidir.[30] Bu tür birleşmede, pazar payının çoğunu elinde bulunduran şirketlerin bağımsızlıklarını koruyarak birleşmeleri gerekir. Kartel, rekabeti azaltmak veya ortadan kaldırmak amacını güder. Böylece kartele giren şirketler, rahat bir fiyat politikası uygulayarak karlılığını yükseltebilecekleri gibi, pazarı istedikleri gibi manipüle edebilirler. Kartel oluşturan şirketlerin, pazara sunulan bir malın miktar olarak en büyük bölümünü ellerinde bulundurmaları gerekir.[31]

[29] Kemal Dayınlarlı, **Joint Venture Sözleşmesi,** 2. Baskı, Dayınlarlı Hukuk Yayınları Ltd. Şti, Ankara, 1999, s.5.
[30] Suat Keskinoğlu, **Genel İşletme Ekonomisi Dersleri**, Eskişehir, E.İ.T.İ.A Yayın No: 6, 1961, s. 8.
[31] İlhan Cemalcılar, **Pazarlama Kavramlar-Kararlar**, Beta Basın Yayın Dağıtım, 1996, s.77.

Pazarlama, fiyat, üretim, pazar, hammadde, satın alma gibi konularda pazarı paylaşmak üzere pazarda güçlü ve etkin olabilme yönünde bir araya gelmiş kartel türleri vardır.[32]

Kartel piyasada güçlü ve etkili şirketler tarafından kurulur. Birçok çeşidi olmasına rağmen kartel deyince akla fiyat karteli gelir.[33] Fiyat kartelinde, karteli oluşturan şirketler aralarında anlaşarak piyasalardaki fiyat rekabetini ortadan kaldırmayı amaçlarlar. Türkiye'de de çimento sektörü gibi bazı sektörlerde kartelleşme eğilimleri görülmektedir.

1.1.2.2.2.2. Centilmenlik Anlaşması

Birden fazla şirketin aralarında işbirliği kurmak rekabeti sınırlandırmak, piyasa karşısında durumlarını güçlendirmek hedefiyle gerçekleştirdikleri protokoldür. Protokol genel olarak sözlü biçimde yapılır, yazıya dökülmez. Örnek olarak bankaların devletçe serbest bırakılan mevduat faiz oranlarını aralarında sözlü olarak belirlemeleri gösterilebilir.

İki veya daha fazla sayıda şirket, hammadde kaynaklarını veya pazarları paylaşmak yahut fiyat rekabetini kaldırarak fiili tekeller kurmak için geçici veya sürekli olarak centilmenlik anlaşması yapabilmektedirler. Böylece anlaşma ile satıcılar, alıcı veya rakipler karşısında daha güçlü duruma gelmektedirler. Centilmenlik anlaşmalarının amacı, içinde bulunulan şartları, anlaşmaya katılan şirketlerin lehine değiştirerek ekonomik açıdan yarar sağlamaktır ve hukuksal dayanağı yoktur.[34]

---

[32] Gültekin Rodoplu, Ali Akdemir, **İşletme Bilimine Giriş**, Isparta, Tuğra Ofset Matbaacılık, 1998, s.68.
[33] M. Tamer Müftüoğlu, **İşletme İktisadı,** Ankara, Turan Kitabevi, 1989, s.481.
[34] İsmet Mucuk, **Modern İşletmecilik**, Yenilenmiş 14. Baskı, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2003, s.49.

1.1.2.2.2.3. Çıkar Grupları

Genel olarak aile üyelerinden veya birbirine çok yakın kişilerden oluşan belli bir grubun, çeşitli şirketlerin hisse senetlerini tek bir hedef doğrultusunda yönetmek üzere elinde toplamasıdır.

1.1.2.2.2.4. Havuzlama

Havuzlama, aralarında rekabet olan şirketlerin fiyatları, patentleri, pazarları bir araya toplamasıdır. Geçici ve gizli bir işbirliği türüdür. Bu nedenle gizli bir karteldir. Bu tür işbirlikleri, tüketici aleyhine ve tekelci bir karakter taşımaktadırlar. Havuzlamalar, genel olarak fiyat kontrolü ve pazarları paylaşmak amacıyla oluşturulurlar. İşbirliğini dışarıdan anlamak çok zordur.[35]

1.2. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ

Teknolojinin büyük bir hızla geliştiği ve artan rekabet ile mücadele etmenin giderek zorlaştığı bir ortamda şirketler bu güçlükle tek başlarına mücadele edemez hele gelmişlerdir. Şirketler ayakta kalabilmek için aşağıda sayılan birçok sebepten dolayı birleşme yolu ile büyümeyi seçmektedirler.

1.2.1. Sinerji Yaratma

Devir alma sonucunda oluşan şirketin işletim, finansal ve yönetimsel etkinlikleri şirketlerin ayrı ayrı sahip oldukları etkinliklerden daha fazla olduğu için şirketler birleşme yolunu gitmektedirler.

[35] Oktay Alpugan, Mete Oktav, M. Hulusi Demir ve Nurel Üner, **İşletme Ekonomisi ve Yönetimi**, 2. Baskı, İstanbul, Beta Basım Yayım Dağıtım A. Ş., 1990, s. 83.

1.2.1.1. İşletim Sinerjisi

İşletim sinerjisinin temel kaynaklarından bir tanesi birleşme sonucu maliyette görülen düşmedir. Bu maliyet azalması ölçek ekonomilerinden (economies of scale) kaynaklanabilmektedir. Üretici şirketler genelde, üretimin düşük seviyelerinde ürün başına yüksek maliyetle çalışmaktadırlar. Bunun nedeni üretim için yatırılan sabit maliyetin, üretimin düşük seviyelerinde, yüksek seviyelerine oranla daha az çıktıya dağıtılabilmesidir. Çıktı miktarı arttıkça ürün başına maliyet de azalacaktır. Bu maliyet azalışının diğer bir nedeni ise, düşük üretim seviyelerinde mümkün olamayacak olan, yöneticilerin ve işçilerin çalıştıkları alanlarda uzmanlaşması ile üretim araçları ve sermayenin daha verimli kullanılır hale gelmesidir.

Tam kapasite ile çalışmayan bir şirketin birleşme ya da satın alma sonucunda tam kapasite ile çalışır hale gelmesi, ek bir sabit gider oluşturmadan üretimini arttırması, üretim şirketlerde gerçekleşen bir işletim sinerjisi örneğidir. Bunun gibi birleşme ya da satın alma öncesinde, her bir şirket için gerçekleştirilen pazarlama, yönetim, ar-ge faaliyetleri, birleşme ya da satın alma sonrasında, tek bir şirket için gerçekleştirileceğinden; üretilen mal ve hizmet başına maliyetlerde azalma gerçekleşir.

1.2.1.2. Finansal Sinerji

Finansal sinerji, şirket birleşme veya devralmalarının devralan şirket veya birleşen şirketlerin sermaye maliyeti (cost of capital) üzerindeki etkisini ifade eder. Finansal sinerji söz konusuysa sermaye maliyeti azalmalıdır.

Finansal sinerjinin en çok karma birleşmelerde ortaya çıkması beklenir. Çünkü bu birleşme türünde birleşen şirketler ayrı işkollarındadır. Bu nedenle de nakit akışlarının birbirlerinden farklı olması (aralarında korelasyon bulunmaması, yada düşük olması) ihtimali yatay ve dikey birleşme türlerine göre daha fazladır.

Finansal riskin azalması, bir anlamda şirketin finansal yapısının iyileşmesidir. Birleşen şirketlerin nakit akımları arasında tam korelasyon olmaması halinde, iki şirketin nakit akımlarının birbirini dengelemesine bağlı olarak birleşme, şirketlerin karlarının-nakit akımlarının değişkenliğini buna bağlı olarak da finansal zorluk (toplam yükümlülük > toplam varlık) ve teknik iflas (kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirememe durumu) olasılığını azaltabilir. Bunun yanında; likidite güçlüğü çeken, iflas riski yüksek bir şirketin, yüksek likiditeye sahip bir şirketle birleşmesinde ya da bu şirket tarafından satın alınmasında finansal sinerjinin oluşup oluşmadığı konusunda farklı yorumlar mevcuttur. Böyle bir birleşmenin, sadece fon tedarik edenler arasındaki gelir dağılımını değiştireceği, bu durumun birleşmeden sonra oluşan şirketin borçlanmaya giderek artan faiz giderleri nedeni ile ortaklarına vergi tasarrufu sağlaması ile düzeltilebileceği öne sürülmektedir.

Finansal sinerji ile şirketin borçlanma gerekliliği azaltılmaktadır. Diğer taraftan, nakit artışı ile finansmanın gerçekleştirilemediği durumda, şirketin faaliyetini sürdürmesi için gerekli olan sermaye artırımının yol açacağı maliyetlerden de kurtulunmaktadır.[36]

1.2.1.3. Yönetimsel Sinerji

Yönetimsel etkinlik seviyeleri birbirinden farklı iki şirketin birleşmesi sonucu ortaya çıkan şirketlerin yönetimsel etkinliği, birleşen şirketlerden etkinliği yüksek olanınkine eşittir. Yani satın alan şirket yönetimi, hedef şirketin kaynaklarını daha iyi yönetir. Bu durum özellikle daha küçük ölçekteki şirketleri devralan şirketler için geçerlidir. Birleşme, yönetim fonksiyonunu daha etkin hale getirmenin tek yolu olmasa da, bazı durumlarda şirketlerce avantajlı bulunarak tercih edilmektedir.

[36] Lance A. Nail, William L. Megginson, **How Stock-Swap Mergers Affect Shareholder (and Bondholder) Wealth: More Evidence Of The Value Of Corporate Focus**, Journal Of Applied Corporate Finance, Bank Of America, Volume 11, Number 2, 1998, s.95-106.

1.2.2. Çeşitlendirme

Çeşitlendirme, bir şirketin faaliyette bulunduğu endüstrilerin sayısını arttırmasıdır. Çeşitlendirme, birleşme ve devralmaların tarihsel süreci içerisinde zaman zaman ana neden olarak karşımıza çıkmaktadır.[37] Durgun veya düşük büyüme hızına sahip bir sektör ya da iş kolundaki bir şirket, daha hızlı büyüyen ve büyüme potansiyeli olan daha karlı sektörlere yatırım yaparak faaliyet alanında çeşitlendirmeye gidebilir.[38]

Yöneticiler genelde çeşitlendirmenin, şirketin kar akışını istikrarlı kıldığını ve böylece şirket riskini azaltmaya yardımcı olduğunu iddia ederler. Bu nedenle, çeşitlendirme şirket birleşmeleri için bir neden olarak gösterilir. Karların istikrarlı kılınması, kuşkusuz şirket çalışanlarının, tedarik edicilerinin ve müşterilerin yararınadır. Çünkü tüm şirketler dönemsel dalgalanmalara karşı aynı derecede hassas değildirler. Çeşitli sektörler, hatta aynı sektördeki şirketler arasında bile, dönemsel dalgalanmalara karşı, tepki farklıdır. Dolayısıyla, dönemsel dalgalanmalardan aşırı etkilenen şirketler, istikrarlı şirketler ile birleşerek, bir dereceye kadar, istikrarı sağlayabileceklerdir.[39]

Çeşitlendirmenin bir başka nedeni de, şirketlerin daha karlı gördükleri alanlara girme isteğidir. Şirketin halen faaliyette bulunduğu alan çeşitli nedenlerle artık daha fazla kar elde edilebilecek olmaktan çıkmış olabilir (çetin rekabet koşullarında fiyatı daha fazla artırmanın mümkün olmaması veya o sektörün doygunluk noktasına ulaşmış olması gibi nedenlerle). Bu durumda şirket yüksek karlılık oranlarının gözlendiği sektörlere girmek isteyecektir. Ancak bu sektörlerin de uzun dönemde yüksek karlılık oranlarını sürdürebilecekleri kesin değildir. Ekonomik

[37] Umut Yörük, "Şirket Birleşmeleri", MÜ Bankacılık ve Sigortacılık MYO, 2002, Bitirme Tezi, s.7.
[38] Mehmet Civan ve İbrahim H. Ekşi, **Kobi'lerde Yeniden Yapılandırma ve Bu Bağlamda Şirket Birleşmeleri ile Bir Uygulama**, 2000, s.410.
[39] Eugene F. Brigham, **Finansal Yönetim Temelleri**. Cilt:2 Çev: Prof.Dr. Özdemir Akmut, Prof.Dr. Halil Karaaslan, Ankara Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 206, Ankara, 1996.

teori göstermektedir ki, uzun dönemde sadece, girilmesi güç endüstriler ortalamanın üstünde getiri sağlayabilecektir.

Yakın tarihli çalışmalar göstermektedir ki, geçmişte gözlenen başarılı çeşitlendirmeler ve karma birleşmelerin aksine son zamanlarda gerçekleştirilmiş olanların başarılı olduğuna dair yeterli bulgu mevcut değildir.

Bir çeşitlendirme stratejisinin şirket değerini ve buna bağlı olarak ortakların servetini artırabilmesi için; çeşitlendirme faaliyeti sonucu sağlanacak kazancın artışı birleşen şirketlerin pay sahiplerinin portföy yönetimleri sonucunda gerçekleştirdikleri kazançların artışından daha büyük olması gerektiği ortaya konulmuştur.

Şirketlerin çeşitlendirme yoluyla büyümelerinin nedeni ekonomik olabileceği gibi hukuksal da olabilirler. Örneğin, bazen monopolleşmeyi önlemeye yönelik yasal düzenlemeler nedeniyle aynı endüstri içinde gerçekleştirilmek istenen birleşmelere izin verilmez. Bu durumda büyümek isteyen şirketler zorunlu olarak başka endüstrilerde faaliyet gösteren şirketlerle birleşme yolunu seçerler. Bu yüzden çeşitlendirme kavramı karma birleşmelerle aynı anlama gelmemektedir. Çünkü birleşilen şirketin kendi işkoluyla ilgili bir alanda çeşitlendirmeye gidebilmesidir (related diversification). ABD'de gerçekleşen ve dikey birleşmelere bir örnek teşkil eden; ilaç üreticisi bir şirket olan Merck ile ilaç pazarlaması alanında çalışan bir şirket olan Medco buna güzel bir örnektir. Görüldüğü gibi iki şirketin de çalıştığı alanlar birbirinden farklıdır (bir tanesi üretici diğeri pazarlamacı). Bununla beraber her iki şirket de ilaç endüstrisinde çalışmakta olup birbirlerinin işleri hakkında, farklı sektörlerde çalışan şirketlerden daha fazla bilgi sahibidirler.[40]

1.2.3. Büyüme

Şirketlerin borçlanma yoluyla (içsel büyüme) büyümeleri ve bunu uygun bir biçimde gerçekleştirmeleri çoğunlukla zor ve yavaş olmaktadır. Ayrıca içsel

[40] Yörük, a.g.e. s.7.

büyümenin gerektirdiği kaynağa sahip olan çok az şirket vardır. Çünkü içsel yollarla büyüme dışsal yollarla büyümeye göre daha çok maliyet gerektirir.

Birleşme yoluyla dış büyümenin iç büyümeye göre bazı üstün yönler bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki gibidir;[41]

- Büyümenin hızla gerçekleştirilmesi ve büyümede dengenin sağlanması,
- Maliyetin daha düşük olması,
- Finansman kolaylığı,
- Risk azlığı,
- Şirketler arası rekabetin azalması.

Yöneticilerin kazançları, sosyal statüleri ve güçleri şirket büyüklüğü ile aynı yönde gelişme gösterir. Bu nedenle devralma yolu ile şirketlerin hacmini büyütmek yöneticilerin arzu edecekleri bir husus olabilmektedir. Özellikle satış artışları yöneticilerin primlerini artırıcı rol oynuyorsa satışları artırıcı bir birleşme, kendileri için arzu edilebilir bir uygulamayı başlatabilir. Bu birleşme, ortakların zenginliklerinde azalmaya neden olsa bile profesyonel yöneticilerin kazançlarını artıracağı için yöneticiler için arzu edilecektir.

1.2.4. Finansal Nedenler

Üretim kapasitesinin genişletilmesi, yeni üretim araçlarının ilavesi iç büyümeye kıyasla mevcut bir şirketin satın alınması halinde daha ucuza sağlanabilir. Satın alınacak şirketin piyasa değeri veya hisse senetlerinin borsa kıymeti, söz konusu şirketin yeni kurulma maliyetinden daha düşük olabilir. Birleşmenin maliyet açısından iç büyümeye karşı cazip olması, özellikle satın alınacak veya birleşilecek şirketin güçlü bir araştırma kapasitesine ve/veya değerli sınai haklara (patent, ticari isim vb.) sahip olması halinde daha belirgin olarak ortaya çıkabilir.

[41] Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, Genişletilmiş 6. Baskı, İstanbul, Muhasebe Enstitüsü Yayını No: 63, 1994, s.866-867.

Bunun yanında, personel temininin güç veya maliyetli olması halinde mevcut personelden yararlanma imkânı da doğabilmektedir.[42]

Birleşmeyle beraber oluşan şirketlerin finansal, ekonomik faaliyetleri şirketlerin ayrı ayrı sahip oldukları etkinliklerden fazla olacağı için yeni oluşan şirketin veya şirketlerin özvarlığının pazar değeri şirketlerin birleşmeden önceki özvarlık değerleri toplamından büyük olacaktır. Bir şirketin tek başına yeni bir ürün geliştirdiği, yeni üretim teknolojisi uyguladığı veya yeni organizasyon şekilleri denediği hallerde, belirsizlik daha fazla ve yapılan yatırımlarda zarar etme olasılığı yüksek olmaktadır. Birleşmeyle beraber, denenmiş, gelir sağlama kapasitesi, saptanmış üretim araçları, üretim teknolojisi uygulanacağından risk daha az olabilecektir. Birleşme şirkete başarısızlık riski taşımadan büyüme fırsatı verebilmektedir.

Birleşmelerin çoğu zaman sermaye maliyetini düşürdüğü yolunda görüşler vardır. Örneğin, bir şirketin kullanılmayan borç kapasitesi var ve birleşme sonunda bu kapasiteden faydalanıyorsa, doğal olarak, sermayenin maliyetinde bir düşüş olacaktır.

1.2.5. Vergi Avantajı

Vergi açısından birleşmeler; vergilendirilebilen ya da vergilendirilemeyen özellik gösterir. Bu özellikler esas itibari ile işlem şekline bağlıdır. Eğer alıcı şirket nakit olarak ödemede bulunmuş ise, bu işlem, satışı yapan şirketin ya da ortaklarının vergilendirilmesini gerektirir. Diğer bir değişle, ilgililerin, satışın yapıldığı tarihte varlıkların satışı üzerinden bir sermaye kazancını ya da zararını kabul etmeleri gerekir. Vergisiz birleşmelerde; alıcı şirketin değiştirilebilir imtiyazlı hisse senedi ile satıcı şirketin adi hisse senedi değiştirilir ya da alıcı işletmenin adi hisse senedi karşılığı, satıcı şirketin adi hisse senedi değiştirilebilir.

[42] Akgüç, a.g.e. s.57.

Karlı bir şirket, birikmiş zararları nedeniyle gelecek yıllar karlarından mahsup yapmak olanağına sahip bir şirketi aldığı takdirde, zarar mahsubu nedeniyle, vergi kanunlarının öngördüğü süre ve tutar sınırı içinde kalmak koşuluyla, kar üzerinden vergi ödememek olanağını elde eder. Vergi avantajı, zararlı bir şirketin aktif ve pasifi ile satın alınmasına çekicilik katmaktadır. Eğer vergi yasaları, karlı bir şirketin zararlı bir şirketi satın alması halinde, bu zararların vergi matrahından indirilmesi olanağını tanıyorsa, böyle bir vergi avantajı zararlı şirket satın alma veya birleşmeyi özendirmektedir.[43]

ABD'de yapılan bir çalışmada 7 yıllık bir dönemde gerçekleştirilen 1990 adet birleşme ve satın alma gerçekleşmiştir. Bunların dörtte birinde, birleşme gerekçesi vergi avantajı gösterilmektedir. Hedef şirketin sahip olduğu bazı vergi bağışıklıkları birleşmeden sonra oluşan şirketin vergi yükünü azaltabilir. Daha az vergi, vergi sonrası karı azaltarak şirketin pazar değerinin yükselmesi sonucunu verir. Her ülkenin birleşme ve satın almalara yönelik farklı uygulamaları söz konusudur.

1.2.6. Psikolojik Nedenler

Şirket birleşmeleri ve devralmalarının sebeplerini açıklayan kaynaklarda psikolojik nedenler arasında; şirketin devamını garanti altına alma kaygısı, demode olma korkusu, büyümedikleri takdirde rakiplerince ezilecekleri kaygısı gibi psikolojik etmenler de yer almaktadır.[44]

Gerçekte şirketleri birleşmeye iten pek çok nedenler olmasına rağmen, şirketlerin büyüklüğü, yönetim felsefesi, şirketin içinde yer aldığı çevrenin dinamik olup olamaması, ülkenin gelişmişlik düzeyi ve benzeri içsel ve dışsal faktörlerin etkisiyle bu nedenlerin çeşitliliği ve önem dereceleri farklı farklı olacaktır.[45]

---

[43] Akgüç, a.g.e. s.56.
[44] Akgüç, a.g.e. s.869-870.
[45] Nurhan Aydın, **İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği**, Ankara, TOBB Yayını, 1990, s.26.

Yöneticilerin kazançları, sosyal statüleri ve güçleri şirket büyüklüğü ile aynı yönde gelişme gösterir. Bu nedenle yöneticiler birleşme yolu ile şirketin hacmini büyütmek için çaba sarf ederler. Diğer taraftan şirket yönetimi şirketlerin başka bir şirket tarafından devir alınması durumunda yönetimden uzaklaştırılacakları veya mevcut etkinliklerini kaybedecekleri düşüncesi ile şirketi devir alınmayacak büyüklüğe kavuşturmak amacı ile bir şirketi devir alma düşüncesine girebilirler. Diğer bir ifade ile devir alınan değil devir alan şirket durumunda olma isteği onları harekete geçirebilir.[46]

1.2.7. İyi Bir Yönetime Sahip Olma

Yetenekli bir yönetimden yoksun bulunan ve yüksek yetenekli yöneticiler bulma ve çalıştırma olanakları sınırlı şirketler, birleşme yoluyla yönetim sorunlarına çözüm arayabilirler. İyi bir yönetime sahip bir şirket ile füzyon yaptıkları takdirde soruna bir çözüm getirebilirler. Birleşme yolu ile pazarlama, finans, uluslararası işlemler alanında gereksinme duyulan deneyimli, bilgili yöneticiler sağlanabilir. Ciddi yönetim sorunları olan ve yalnız başlarına bu sorunu çözmek olanağı bulunmayan şirketlerin sahipleri, iki seçenekle karşı karşıyadır: Ya mevcut organizasyon ve yönetimle durgunluğa hatta göreceli küçülmeye razı olarak faaliyeti sürdürmek ya da yetenekli bir yönetime sahip şirket ile birleşerek gelişme olanağını elde etmek. Ortakların uzun sürede servetlerini artırmaları açısından birleşmeleri daha umut verici bir yoldur.[47]

Başarılı yatırımcılar şirketlerin dışarıdan profesyonel ve uzman yöneticiler ararken, büyük şirketler de olağanüstü performans göstermekte olan yöneticiler seçerler. İyi bir yönetici bölünemeyen bir üretim faktörüdür. Böyle bir yöneticiden

[46] Cevat Sarıkamış, **Şirket Birleşmeleri**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2003, s.22-23.
[47] www.kalem.gen.tr/oku.asp?id=175& bslk=Finansal%20Yönetim - 67k - Ek Sonuç-,13.10.2009.

tam anlamıyla yararlanabilmek için işletme ölçeğinin belirli bir seviyeye çıkmış olması gerekir. Yetenekli bir yönetimden yoksun olan ve yüksek yetenekli yöneticileri istihdam etme olanakları sınırlı olan şirketler, birleşme yoluyla yönetim sorunlarına çözüm arayabilirler, İyi bir yönetime sahip bir şirket ile birleşme yapıldığı takdirde soruna bir çözüm getirebilme şansı doğar. Birleşme yolu ile pazarlama, finans, uluslararası işlemler alanında gereksinim duyulan deneyimli, bilgili yöneticiler sağlanabilir. Ciddi yönetim sorunları olan ve yalnız başlarına bu sorunlarına çözüm bulamayan şirketler her zaman iyi yönetilen şirketlerin eline geçmeye adaydır.[48]

Bazı durumlarda yönetimi uzman ve insan kaynakları zengin şirketler, bu yetenekten yoksun şirketleri bularak satın alırlar ya da birleşmeyi seçerler. Çünkü birleşme sonrasında yönetim sinerjisi ile daha fazla değer oluşabilir. Böyle bir birleşme ya da satın alma disipliner niteliktedir.

1.2.8. Rekabetin Azaltılması

Büyümede uzun vadeli değişimler, yapısal değişime yol açan en yaygın güç, sektörün büyümesi, sektördeki rekabetin yoğunluğunu belirlemekte kilit bir değişkendir ve pazar payının korunabilmesi için gerekli gelişme hızını belirleyerek, arz ve talep dengesi ile sektörün yeni girenler için teşvik edici boyutunu etkiler.[49] Anti-tekel ve rekabetin engellenmesini kısıtlayan yasaların izin verdiği ölçüde, şirketler rakipleri ile birleşerek veya satın alma yoluna giderek, sektördeki rekabetin şiddetini azaltmaya çalışmaktadırlar.[50]

Birleşme ile rekabette sağlanan avantajlar şunlardır:

- Yeni pazarlama fırsatları elde etme,

[48] http://www.kobibilgi.com/dosya_sbir4.asp , Erişim Tarihi 23.01.2010
[49] Micheal E. Porter, **Rekabet Stratejisi Sektör ve Rakip Analiz Teknikleri**, Çeviri: Gülan Ulubilgen, İstanbul, Sistem Yayıncılık, 1. Baskı, Kasım 2000, s.28.
[50] Hayri Ülgen, Kadri Mirze**, İşletmelerde Stratejik Yönetim**, 2. Basım, İstanbul, Literatür Yayınları, 2004.

- Gelişmeyen bir pazarda Pazar koşullarına uyum sağlayarak, pazarlama fırsatlarını arttırma veya yeni pazarlara girmek için ek kapasite oluşturma,

- Mevcut üretim yeni üretimler eklenerek talebin karşılanması ve eskiyen üretimi yenileme,

- Fiyat tespitinde daha etkin olma,

- Marka, lisans ve patent haklarını elde etme,

- Tasarruflara gidilerek, sabit giderlerde, alımlarda, reklâm ve ulaştırma gibi, alanlarda maliyet düşüşü sağlamak,

- İşgücünün uzmanlaşması ile verimliliğin artmasıdır.

1.2.9. Serbest Nakit Akımları

Serbest nakit akımları şirket içinde, yeni yatırımların finansmanı için gerekli olanın dışındaki nakit akımlarına denir. Birleşme dalgalarının dördüncüsünde de serbest nakit akımları önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Günümüzde de birçok şirket serbest nakit akımlarıyla karşı karşıya kalmakta ve bunları karlı bir şekilde kullanabilme arayışına girmektedirler.

Bu tür nakit fazlalarıyla karşılaşan şirketlerin önlerindeki seçeneklerden birisi de başka şirketlere birleşmek, onları satın almaktır. Böylece birleşme hem ortaklar hem de yöneticiler açısından karlı olacaktır. Yöneticilerin kazancı, yönetimleri altındaki nakit akımlarının artmasıdır. Serbest nakit akımlarının bir başka yönü de, bu tür kaynaklara sahip bazı şirketlerin, söz konusu fonlarını karlı alanlarda kullanamadıklarında, nakde ihtiyaç duyan başka şirketlerin hedefi konumuna gelmeleridir.[51]

[51] Yörük, a.g.e. s. 9.

1.3. BİRLEŞMENİN TARİHSEL GELİŞİMİ VE DÜNYADAN ÖRNEKLER

Şirket birleşmelerinin tarihsel gelişimini incelemek, birleşmeler ile ekonomik ve teknolojik gelişmeler arasında nasıl bir bağın olduğunu anlamaya hizmet edecektir.

1.3.1. Tarihsel Süreçte Birleşme Dalgaları

ABD'de şirket birleşmeleri 1868'de Erie Demiryolu Şirketi'nin başarısızlıkla sonuçlanan düşmanca ele geçirilmesi girişimi ile başlamıştır. Daha sonra tarihsel süreçte dört büyük birleşme dalgası yaşanmıştır.

1.3.1.1. Birinci Dalga (1897-1904)

Birinci birleşme dalgası 1883'te görülen ekonomik depresyondan sonra başlayıp 1898-1902 yılları arasında zirve noktasına ulaşmış ve 1904 yılında sona ermiştir. Birinci birleşme dalgasında yatay birleşmeler baskın olarak görülmektedir. 1895-1904 dönemini kapsayan birleşmelerin %78'i yatay birleşmeleri, geriye kalan sadece %12'lik bir bölümü dikey birleşmeleri içermekteydi. Bu dönemde gerçekleştirilen yatay birleşmelerin birçoğu monopolistik (tekelci) piyasa oluşumlarına neden olmuştur. Bu nedenle birinci birleşme dalgasının yaşandığı dönem, büyük monopollerin oluşumunda oynadığı rolle tanınmaktadır. Bu dönemin sonunda bazı endüstri dallarındaki şirket sayısında dramatik düşüşler gözlemlenmiştir.

Birinci dalgada genellikle yatay birleşmeler olmuştur.[52] Bu birleşme dalgasında birleşmelerin amacı tekel oluşturmaya yönelik birleşmelerdi. Bu birleşmelerin sonucunda monopollar oluşmuştur. Günümüzdeki birçok büyük

[52] Kyung Hwan Kim, **Determinants of Successful Acquisition Management: A Process Perspective in the Lodging Industry, Ph.D. Thesis, Department of Hospitality and Tourism Management**, Virginia Polytechnic Institute and State University, 1998, s.71.

endüstriyel şirketlerin doğuşu bu dönemdedir. Örneğin, Du Pont, Standard Oil, General Electric, Eastman Kodak ve American Tabacco.

1.3.1.2. İkinci Dalga (1916-1929)

İkinci birleşme dalgası 1916'da başladı ve 1929'daki ekonomik bunalıma kadar devam etti. Bu dalgalanmada yatay birleşmelerin çokluğu göze çarpmaktadır. Bunun yanında dikey birleşmelerin oranı da oldukça yüksektir.[53] İlk birleşme dalgasıyla ikincisi arasındaki temel fark olarak; birincisinin monopollerin oluşumuna yol açmasına karşın ikincisinin oligopol (monopollü rekabet) oluşumuna yol açması gösterilebilir. İlk dalgada gözlemlenen birleşme stili ikincisinde de devam etmiştir. Bu dönemde, tekelci oluşumları önlemek açısından ilk dalgadan önceki ortamdan daha katı bir ortam mevcuttur. Bu nedenle ikinci birleşme dalgası ilkine oranla daha az sayıda tekel fakat daha çok sayıda oligopol oluşumuna yol açmış ve çok sayıda dikey birleşme görülmüştür.[54] Ayrıca bu dönemde, birbiriyle bağlantısı olmayan endüstri kollarından pek çok şirket birleşmelerine de rastlanmıştır. İkinci birleşme dalgası 24 Ekim 1929 tarihinde yaşanan borsaların çöküşüyle sona ermiştir. Bu çöküş "Büyük Depresyonun" tek nedeni olmasa da bu konuda önemli bir rol oynamış, iş ve yatırım dünyasında güven azalmasıyla birlikte tüketimde görülen daralmayla birlikte depresyon daha da ağırlaşmıştır. İlk iki birleşme dalgasında yatırım bankaları önemli rol oynamışlardır. O dönemde, bugünden farklı olarak, yatırım bankacılığı sektöründe daha konsantre bir yapı mevcut ve büyük tutardaki sermaye küçük bir grup tarafından kontrol edilmekteydi.[55]

1.3.1.3. Üçüncü Dalga (1965-1969)

Üçüncü dalga birbiri ile ilişkisi olmayan farklı iş alanlarındaki şirketleri ifade eden karma veya küme birleşmeler yılı olarak adlandırılır.

---

[53] Patrick Gaughan, **Merger and Acquisitions: An Overview**
http://media.wiley.com/product_data/excerpt/79/04714143/0471414379.pdf 07.01.2010
[54] www.canaktan.org/hukuk/rekabet-hukuk/globallesm.htm, 18.01.2010
[55] www.baktabul.com/ekonomi-isletme/26232-sirket-birlesmeleri.html, 18.01.2010

Üçüncü dalga, hızla büyüyen ekonominin de desteğiyle önemli birleşme ve devralma hareketlerinin yaşandığı bir dönem olmuştur. Karma birleşmeler dönemi olarak tanımlanabilecek bu dönemde, göreceli olarak daha küçük şirketlerin daha büyük şirketleri devralma ve birleşme için hedef seçmesi, geçmişe göre daha sık rastlanır bir durum haline gelmiştir. Oysaki ilk iki dalgada birleşme ve devralma için hedef seçilen şirketler, devralan şirketlerden önemli oranda küçüktüler. Üçüncü dalgadaki birleşmelerin çoğu karma birleşmeler türünden olduğu için endüstriyel konsantrasyonu artırmamışlardır. Bu nedenle, çok sayıda şirket birleşmesine karşın farklı endüstrilerdeki rekabet derecesi kayda değer bir değişim göstermemiştir. Karma birleşmelerin mantıklı olduğunu gösteren çok az delil mevcuttur. Çoğunlukla alıcılar satın aldıkları şirketlere ederinin üstünde ödemede bulunmuşlardır. Bu tür birleşmelerin birçoğu zayıf finansal performanslar sergileyebilmişlerdir. 1970- 1982 yılları arasında gerçekleşen endüstriler arası birleşmelerin %60'ının 1989 yılında satılma veya ayrıştırılma yoluyla dağılması bunun kanıtıdır. Karma birleşmelerin niçin başarısız oldukları konusunda kesin bir açıklama bulunmamaktadır. Ancak, ekonomik teori, uzmanlaşmada artışın verimlilik artırıcı etkisi üzerinde durmaktadır. Karma birleşmeler çağı ise uzmanlaşmadan uzaklaşılan bir dönem olmuştur.

1.3.1.4. Dördüncü Dalga (1981-1989)

1980'lerde Dördüncü birleşme dalgası küreselleşme sonucu yabancı sermayenin ABD pazarına akın etmesi nedeniyle ABD iş dünyasında görülmüştür. 1980'li yıllarda hemen hemen tüm şirketler söz birliği etmişçesine kapasite değerlerini artırmak için çeşitli sözleşmeler yapmışlardır.

Şirket birleşme ve devralmalarında 1970'lerden 1980'e kadar olan dönemde gözlenen düşüş trendi 1981 yılında tamamen terse dönmüştür. Bu dönemi önceki üç dönemden ayıran temel özellik düşmanca gerçekleştirilen ele geçirmelerde oynadığı önemli roldür. Önceki bölümde değinildiği gibi 1970'lerin sonu ve 1980'de birleşme faaliyetlerinde gözlemlenen saldırgan taktikler, şirketlerin genişlemek için kullanabilecekleri bir yol olarak ortaya çıkmış, bu tür saldırılar yüksek kar getirebilen spekülatif aktiviteler olarak geçerlilik kazanmaya başlamıştır. Sonuçta

şirketler ve spekülatif ortaklıklar kısa sürede yüksek kar elde edebilmek amacıyla şirket ele geçirme faaliyetlerinde bulunmuşlardır. Dördüncü dönemi diğerlerinden ayıran bir başka fark ise; bu dönemde birleşmeler için seçilen hedef şirketlerin büyüklüğüdür. Bu dönem mega birleşmeler dönemi olmuştur. Dördüncü dönemde "şirket yağmacıları" (corporate raider) terimi finans literatüründe sıkça kullanılmaya başlanmıştır. Bunların temel gelir kaynakları, şirket ele geçirme teşebbüslerinden elde ettikleri kazançtır. Burada "teşebbüs" kelimesinin kullanılma sebebi yağmacıların, hedef şirketin sahipliğini ele geçirmeden de önemli karlar elde edebilmeleridir. Yağmacılar hedef şirketin hisse senetlerini, almak için harcadıkları paradan daha yüksek bir tutara satarak kazanç sağlamaktadırlar. Bu dönemde görülen şirket birleşme ve devralma faaliyetlerindeki artışın önemli bir sebebi de yatırım bankalarının atılgan tutumları olmuştur. Yatırım bankalarının bu tutumlarının nedeni, birleşme ve devralmalarla ilgili olarak verdikleri danışmanlık hizmetleri nedeniyle aldıkları ücretler olmuştur.

1.3.1.5. 1990'larda Şirket Birleşmeleri

1980'li yıllarda amaç, satın alınan şirketi kısa zamanda iyileştirip satarak kar etmekti. Ancak bu dönemde satın alma işleminin çoğunluğu borçla yapılmış ve beklenen sonuçta gerçekleşmediği için birçok finans kurumu iflas etmiştir.[56]

1992 yılından itibaren şirket birleşme ve devralma faaliyetlerinde yeniden artış başlamıştır. 1990'ların ortalarında yeni ve çok büyük bir birleşme dalgası gözlemlenmiştir. Bu dönemde, hisse senetleri fiyatlarını artırmaya veya riskten kaçınmaya yönelik değil birlikte iş yapmaya yönelik birleşmeler ağırlıktadır. Halen devam eden bu dalganın ayırt edici özelliklerinden bazıları şunlardır;

- Her ne kadar dikey birleşmeler bu dönemin öne çıkan türüyse de yatay birleşmeler de tekrar güncellik kazanmaya başlamıştır.

[56] Sarıkamış, a.g.e. s.94.

- Birleşmelerde aday şirkete ödenen değeri belirleme ön plana çıkmıştır.

- Globalleşme, birçok birleşme faaliyeti için yönlendirici olmaktadır.

Dünyanın küresel bir yapıya kavuşması birçok şirketi pazar paylarını genişletmek ve uluslararası görünüm kazanma amaçlarıyla birleşme ve devralma imkânlarını araştırmaya itmektedir. Şirketlerin ulusal sınırlara takılan gelişme istekleri, bu şirketleri yerel şirketlerle birleşmek veya onları devralmak yoluna itmiştir. Yasal düzenlemelerde meydana gelen gevşeme (deregulation), sosyal politikalar ve tüketici taleplerinde yaşanan değişim bütün endüstrilerdeki birleşme aktivitelerini etkilemiştir.

- Başarı için, insan faktörü çok önemli bir unsur haline gelmiştir. Ayrıca bilgi düzeyi, şirketlerin değerlerini belirleyen önemli bir faktör haline gelmiştir. Bu nedenle şirketler, başarılı yönetici ve personelden yararlanabilmek amacıyla da birleşme yoluna gidebilmektedirler.
- Şirket birleşme faaliyetleri stratejik amaçlıdırlar.
- Birleşme faaliyetlerinin finansmanı her zamankinden daha sağlam ve güvenilirdir.
- Birleşme faaliyetleri, birçok örnekte, ilgili endüstrideki eğilimler tarafından yönlendirilmektedir.

  - Hızlı değişen teknoloji bilgisayar sektöründeki,
  - Vahşi rekabet telekomünikasyon alanındaki,
  - Tüketici tercihlerindeki değişme, yiyecek-içecek sektöründeki,
  - Maliyetleri kontrol altında tutma yönündeki baskılar, sağlık alanındaki,
  -Talepte yaşanan daralma (savunma harcamalarının kısılması gibi), savunma sanayindeki birleşmeleri yönlendiren eğilimlerdir.

- Bazı birleşme faaliyetleri, şirket kimliğini (unvanını) değiştirme ihtiyacından kaynaklanmaktadır.

- Birçok birleşme faaliyeti riski yaymak ve maliyetleri azaltmak amacıyla gerçekleştirilmektedir.
- Birleşme faaliyetlerinin bir kısmı, marka ve müşteri ilişkilerinin satın alınmasının bunların sıfırdan kurulmasından daha ucuza geleceği noktasında yola çıkar. Alıcılar maddi olmayan bu varlıklar için bir prim öderler (bu ödeme bilançoda "şerefiye" veya "peştamallık" kalemleri olarak yer alır).

1.3.2. Bazı Avrupa Ülkelerinde Şirket Birleşmeleri

Avrupa'da şirket birleşmelerinin görülmesi 1950'leri bulmuştur. Birleşme nedenlerinin başında, hem ulusal hem de uluslararası alanda artan rekabet ortamına ayak uydurma isteği gelmektedir. Birleşme ile pazara uyum sağlamak, maliyet avantajı elde etmek istenmekteydi. İngiltere'de birleşme faaliyetlerinde 1965'e kadar hızlı bir artış yaşanmış, 1965'ten sonra ise düşüş gözlenmiştir. Bu düşüşün nedeni, o dönemde getirilen monopolcu oluşumu engelleyen yasal uygulamalardır. 1970'li yılların başında ABD ekonomisindeki kriz nedeni ile ABD dolarının değer kaybına uğraması, hisse senedi fiyatlarında düşüşlerin yaşanması, İngiltere'nin uluslararası boyutlarda şirket birleşmelerine gitmesini teşvik etmiştir. Bu dönemde; İngiltere'de birleşmeleri destekleyen kamu politikaları mevcuttur. Teknolojik gelişmeyi, dışsatımı ve rekabet etme gücünü artırarak, ulusal ekonomiye yarar sağlayabilecek, uluslararası büyümeler gerçekleştiren şirketlere kamu tarafından fon ayrılmaktaydı. Fransa sanayisi küçük ve orta ölçekli birçok şirketten oluşmaktadır. Rekabet avantajı sağlamak, ihracatını artırmak, maliyet avantajı yakalamak için Fransa da birleşme faaliyetlerine önem veren Avrupa ülkelerindendir. 1980'lerle birlikte ABD'de olduğu gibi Avrupa ülkelerinde de ulusal ve uluslararası düzeyde şirket birleşmelerinde artışlar yaşanmıştır.

1.3.3. Sınır Ötesi Şirket Birleşmeleri ve Günümüz Eğilimleri

Günümüzde sınır ötesi birleşmeler de görülen eğilimleri şu şekilde ifade etmek mümkündür:

- Büyük ölçekli sınır ötesi birleşmeler genel olarak gelişmiş ülkelerdeki çok uluslu şirketler arasında gerçekleşmektedir.

- Sınır ötesi birleşmelerin, özellikle bankacılık ve sigorta, kimya ve ilaç, telekomünikasyon ve medya sektörlerinde yoğunlaştığı görülmektedir.

- Sınır ötesi birleşmeler sadece büyük şirketlerin faaliyet alanı olarak kabul edilmemelidir. Özellikle elektronik, personel hizmetleri, sağlık, dağıtım, inşaat ve mühendislik alanlarında faaliyet gösteren küçük ve orta boy işletmelerin sınır ötesi birleşmelerin tutarının artmasında belirgin bir rol oynadıkları görülmektedir.

- Sınır ötesi birleşme faaliyetlerinin dörtte üçünde alıcılar ve satıcılar birbirleri ile ilişkili endüstrilerde faaliyet göstermektedirler.

- Yabancı alıcılar, hedef şirketleri önemli miktarda yüksek sermaye kazançlarına sahip şirketlerden seçmektedirler.

1.3.4. Türkiye'de Şirket Birleşmeleri

Ülkemizde gerçekleştirilen şirket birleşmelerinin bilinen en eski tarihlisi 1874 yılında gerçekleşen Avusturya sermayeli Avusturya-Osmanlı Bankası ile Fransız-İngiliz sermayeli Bank-ı Osman-i Şahane'nin birleşmesidir. Esasen ülkemizde şirket birleşmeleri 1950'li yıllardan sonra, özellikle kamu ve bankacılık sektöründe görülmeye başlanmıştır. Bu dönemde birleşmeler daha çok zor durumda olan bankaların ekonomiye tekrar kazandırılması, kurtarılması amacıyla yapılmıştır. Bankacılık kesiminde gerçekleştirilen birleşmeler için genel bir kural olarak; resesyon dönemlerinde zor durumdaki bankaların diğerlerince devralındığı, yükselen piyasa koşullarında ise büyüme amaçlı birleşmelerin gerçekleştiği söylenebilir. 1933 yılında gerçekleştirilen Türkiye Sanayi ve Kredi Bankasının Sümerbank'a devri ile Üsküdar Bankası'nın Türk Ticaret Bankası'na devri, 1930'lu yıllarda tüm dünyada yaşanan ekonomik bunalım sonucu bankacılık sektöründe yaşanan sıkıntıların

sonucudur. Aynı şekilde 1958 istikrar programından sonra başlayan bunalım neticesinde 1959 yılında Muha Bank ve Tümsu Bank, Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası çatısı altında, mali yapıları zayıf olan Türk Ekspres Bankası ile Buğday Bankası 1962 yılında Anadolu Bankası çatısı altında birleştirilmiştir. 1963 yılında ise Ankara, İstanbul ve İzmir Halk Sandıkları Halk Bankasına devredilmiştir. 1980 sonrasında yaşanan ekonomik krizlere paralel olarak zor durumdaki bankalar birleştirilmişlerdir. 1983 yılında İstanbul Bankası, Hisarbank ve Odibank, 1984 yılında ise İstanbul Emniyet Sandığı T.C. Ziraat Bankası ile birleştirilmiştir. 1988 yılında Anadolu Bankası ile Emlak Kredi Bankası Türkiye Emlak Bankası adı altında bir araya gelmişlerdir.

Öğretmenler Bankası Türkiye Halk Bankası ile yine aynı yıl Denizcilik Bankası Türkiye Emlak Bankası ile birleştirilmiştir.[57] Anlaşılacağı üzere yapılan birleşmeler genelde zor durumdaki bankalar arasında gerçekleştirilmiş veya zor durumdaki bir banka daha sağlam olan bir başkasına devredilmiştir. Böylece gerçekleştirilen birleşmelerden beklenen sinerji etkisi oluşmamıştır. Ülkemizde sadece bankacılık sektöründe değil, diğer sektörlerde de 1980 sonrası uygulamaya konulan istikrar tedbirleri ile dışa açılma, liberalleşme, serbest Pazar ekonomisine geçiş teşvik edilmiş, bunun sonucunda birleşmeler daha da önem kazanmıştır. Öte yandan yabancı şirketlerle birleşmeler de gündeme gelmiş olup bu durumu oluşturan faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz;

- Özellikle Japon şirketlerinin Türkiye'yi Avrupa pazarına girmek için köprü olarak görmesi (ileride Avrupa Birliği'ne gireceği varsayımının da bu görüşte etkisi vardır).
- Türkiye'deki ucuz işgücü ve Avrupa pazarlarına yakınlık.
- Avrupa Birliği'ne hazırlık içinde olan Türkiye'deki büyük sanayi gruplarının, bu piyasalardaki rekabet gücünü artırmak amacıyla, yeni teknoloji yatırımlarına yönelme zorunluluğu duymaları ve bunun gerektirdiği sermaye ve bilgi birikimini (know-how) yabancı ortak temin ederek karşılamayı düşünmeleri (aynı güdü,

[57] Handan E. Sümer; **Türk Bankacılık Sisteminde 1980 Sonrası Gerçekleştirilen Birleşmeler Üzerine Bir Değerlendirme**, İktisat Dergisi, Şubat-Mart 1999, Sayı: 387, s.22-26.

dünyada yaşanan globalleşme akımları ve ülkemizde gerçekleştirilen, korumacı yaklaşımlardan uzaklaşma çalışmaları nedenleriyle gittikçe artan rekabet ortamında ayakta durmaya çalışan şirketlerimiz için de geçerlidir).

- 1980'den itibaren uygulanmaya başlanan ekonomik politikalara yeterince ayak uyduramayarak dar boğaza giren bazı şirketlerin kaynak ihtiyaçlarını karşılayabilmek amacıyla yabancı ortaklara açılmayı hedeflemeleri. Türk şirketlerinin birleşmeleri incelendiğinde; vergi avantajlarından faydalanmak için, aynı holding bünyesinde yer alan iki şirketten zarar eden şirketin karlı şirketle birleştirilmesine sıklıkla rastlanılmaktadır. Vergi avantajları veya zor durumdaki şirketlerin ucuza alınabilme fırsatlarını değerlendirme yanında, ülkemizde daha değişik amaçlarla da yapılmış olan birleşmelere rastlanmaktadır. Örneğin, otomobil yan sanayinde üretim yapan Ege Endüstri A.Ş. ile ambalaj sanayinde üretim yapan Kartek A.Ş. riski dengelemek amacıyla çeşitlendirmeye gitmek için birleşmişlerdir.

Son yıllarda dünyada birleşmelerin hız kazanmasına paralel olarak ülkemizde de birleşmeler hız kazanmıştır. Ayrıca ülkemizde birleşmelerin hız kazanmasının en önemli nedenlerinden birisi olarak Avrupa Birliği ile müzakere sürecinde önemli adımlar atılması gösterilebilir.

Ülkemizde 1990'lı yılların başından itibaren hız kazanan kurumsal birleşmeler özel sektörde iki amaç için yapıldığı söylenebilir. Bunlardan birincisi holdinglerin grup şirketlerini birleştirmeleri şeklinde görülür. İkincisi ise, holdinglerin genişlemesi için yapılan birleşmelerdir. Bu tarz genişlemelerde bankacılık ve medya sektörlerinin başı çektiği görülmektedir. Ernst & Young Danışmanlık Şirketi'nin son yıllarda düzenli olarak yaptığı araştırmalar incelendiğinde, son yıllarda ülkemizde meydana gelen birleşme faaliyetleri hakkında detaylı bilgi sahibi olunabilir. Bu raporlara göre[58];

[58] Ernst & Young Kurumsal Finansman Danışmanlığı, **Birleşme ve Satın Alma İşlemleri** 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 Raporları.

2003 yılında ülkemizde toplam 80 adet birleşme işlemi açıklanmış olup, bunlardan sadece 54'ünün işlem değeri açıklanmıştır. Bu birleşmelerin toplam değeri, yaklaşık 6 milyar ABD dolarlık bilanço büyüklüğüne sahip olan Aycell-Aria birleşmesi hariç tutulduğunda, 1.4 milyar ABD dolarıdır. İşlem değeri açıklanmamış işlemler ile ilgili tahminlerde göz önüne alındığında, 2003 yılında birleşme işlemlerinin hacminin 1.5 milyar ABD doları seviyesinin biraz üstünde gerçekleştiği sonucuna varılabilir.

2004 yılında ise; toplam 91 adet birleşme açıklanmış olup, bunlardan 67'sinin işlem değeri açıklanmıştır. Tamamlanmış ve işlem değeri açıklanmış olan birleşmelerin toplam değeri 2.5 milyar ABD dolarıdır. İşlem değeri açıklanmamış işlemlerle ilgili tahminlerde göz önüne alındığında, 2004 yılında birleşme işlemlerinin hacminin 2.6 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşeceği sonucuna varılabilir. Bu rakam, 2003 yılında gerçekleşen ve işlem değeri açıklanmayan Aycell-Aria birleşmesi hariç tutulduğunda, 2003 yılındaki toplam işlem hacminin yaklaşık 1.7 katıdır.

2005 yılına gelindiğinde; 2005 yılı, ülkemizde birleşme faaliyetleri açısından rekor seviyede işlem hacminin gerçekleştiği sıra dışı bir yıl olmuştur. Ülkemizdeki politik istikrar ve olumlu makro ekonomik ortam, Avrupa Birliği ile tam üyelik müzakerelerinin başlaması ve dünya piyasalarındaki iyileşme sonucunda, birleşme faaliyetleri 2005 yılında, hem işlem adedi hem de işlem hacmi olarak, bu güne kadar ki en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2005 yılında toplam 164 adet birleşme haberi açıklanmış olup, bunlardan 93'ünün işlem değeri açıklanmıştır. Tamamlanmış ve işlem değeri açıklanmış olan birleşme işlemlerinin toplam değeri, 30.4 milyar ABD dolarıdır. İşlem değeri açıklanmamış işlemlerle ilgili tahminlerde göz önüne alındığında, 2005 yılında birleşme işlemlerinin hacminin 31 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleştiği sonucuna varılabilir. Bu rakam, ülkemizde bu güne kadar gerçekleşen tüm işlemlerin toplamından daha yüksek bir işlem hacmini ifade etmektedir.

Birleşme işlemlerinin sayı ve hacim olarak rekor seviyeye ulaştığı 2005 yılının ardından, 2006 yılı şirket birleşmeleri açısından yine çok hareketli bir yıl olmuştur. 2006 yılında toplam 154 adet birleşme işlemi açıklanmış olup, bunlardan 96'sının işlem değeri açıklanmıştır. Tamamlanmış ve işlem değeri açıklanmış olan birleşme işlemlerinin toplam değeri, 18.3 milyar ABD dolarıdır. İşlem değeri açıklanmamış işlemler ile ilgili tahminlerde göz önüne alındığında, 2006 yılında birleşme işlemlerinin hacminin yaklaşık 19.2 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşeceği sonucuna varılabilir.

Birleşme ve satın almalar 2008 yılında küresel krize rağmen olumlu bir seyir izlemiştir. Rapora göre, küresel finansal krizin son çeyrekteki etkilerine rağmen, değeri açıklanan 172 işlem ile toplam işlem değeri 16,3 milyar dolara (2007'de 25,5 milyar dolardı) ulaşmıştır. 2008 yılında yabancı yatırımcıların toplam işlem hacmindeki ağırlığı 12,01 milyar dolar olarak (2007'de 16,9 milyar dolardı) ortaya çıkıyor. Türk yatırımcıların ise önemli işlemlerdeki etkinlikleri geçen yıl düzeyinde olmadığı için, toplam işlemlerdeki payı neredeyse yüzde 50 oranında azalmış görünüyor. 2007 yılında yabancı yatırımcıların toplam işlem hacmindeki payı yüzde 66 iken bu oran 2008 yılında yüzde 73'e yükseliyor. Ancak son 4 yılın en düşük hacminde olan yabancı yatırımcı payının yüksek görünmesinin nedeninin, yerli yatırımcı payındaki düşüş olduğunun altı çizilmektedir. Yine de birçok birleşme ve satın alma işleminin başarıyla tamamlanmasından yola çıkılarak, yerli ve yabancı yatırımcının Türkiye'nin uzun vadeli potansiyeline inanıldığına işaret ediliyor. Raporda, 2008 yılında milyar dolar sınırının üzerinde sadece 4 işlem gerçekleştiği ortaya çıkarken, satın alma faaliyetlerinin daha ziyade orta ve küçük boyutlu şirketlere yöneldiği göze çarpıyor. Burada, uzun zamandır beklenen özelleştirmelerin (BAT'nin Tekel'i satın alması gibi) gerçekleşmesi ve yanı sıra Migros'un yüzde 97.9'unun BC Partners, Turkven, DeA Capital Konsorsiyumu tarafından satın alınması dikkat çeken işlemler oldu. Gerçekleşen işlemler içinde göze çarpan bir diğer unsur ise enerji sektörünün öne çıkması olarak değerlendiriliyor. Enerjide elektrik dağıtım bölgelerinin yanı sıra belediyelerin elinde bulunan iki önemli doğalgaz dağıtım şirketinin ve Akpet'in satışı, 2008 yılında gerçekleşen toplam işlem

hacminde enerji sektörünün ağırlığını artırıyor. Finansal sektörde bazı sigorta şirketlerinin satış işlemlerinin iptal edilmesinin ya da ertelenmesinin ise bu sektördeki hareketliliği kısmen sınırlandırdığı vurgulanıyor.

2008 yılında işlem hacmi bazında, 5.7 milyar dolar ile enerji sektörü (2007'de havalimanı işletmeciliği) ön plana çıkarken işlem adedi bazında 22 satın alma işlemi ile sanayi şirketleri (2007'de finansal hizmetler) ilk sırada yerini alıyor. Rapora göre, enerji sektörünün hacimsel olarak birinci sırada yer almasının ana nedeni, Türkiye'nin artan enerji talebi ve bu doğrultuda yerli ve yabancı yatırımcıların bu pazarda yer alabilme stratejileri olarak açıklanıyor. Sektördeki en yüksek tutarlı işlem ise 1,6 milyar dolar işlem değeriyle Başkent Doğalgaz'ın özelleştirmesi oldu. Raporda, Türkiye'de 2008 yılında tamamlanmış ve değeri açıklanmış en büyük 10 işlemin toplam değeri yaklaşık 10,1 milyar dolar olarak veriliyor. Yine bu yıl gerçekleşen en büyük on işleme bakıldığında özelleştirme ve diğer kamu kaynaklı işlemler ön plana çıkıyor. 2008 yılında gerçekleşen özelleştirme işlemlerinin toplam değeri ise yaklaşık 6,5 milyar dolar tutarında oldu. TMSF satışı ihalelerinde ise 2007 yılına göre düşüş gözleniyor. Özellikle orta büyüklükteki şirketler için birleşme ve satın alma işlemlerinin sürmesi bekleniyor. Finansal durumu güçlü grupların ve şirketlerin krizi bir fırsat olarak değerlendirmesi ve zor durumdaki rakiplerini satın alması bekleniyor. Geçtiğimiz yıllarda bankacılık sektöründe yaşanan konsolidasyonun bu kez reel sektörde gerçekleşeceği düşünülüyor.

Ernst & Young'ın "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2009 Raporu"na göre ise 2009 yılında global ekonomik krizin etkisiyle, 2008 yılına göre yüzde 70'lik azalmayla 5,7 milyar dolarlık birleşme ve satın alma toplam işlem hacmi gerçekleşmiştir. Rapora göre, 2008 yılında gerçekleşen işlem sayısı 171 iken, 2009 yılında 116 adette kaldı. 2009 yılında değeri açıklanan işlemler, 51 adet ile toplam işlemlerin yüzde 44'ünü oluşturdu. 2008 yılının son çeyreği, krizin etkilerini gösterdiği dönem olmasına rağmen, açıklanan işlemlerin toplam değeri 16,3 milyar dolar iken, bu yıl açıklanan işlemler 3,9 milyar doları buldu. Bu rakamın değeri açıklanmayan işlemlerle birlikte 5,7 milyar dolar seviyesine ulaştığı tahmin ediliyor. Rapora göre, 2009 yılında milyar dolar değerinde hiçbir işlem olmadı. Yabancı

yatırımcıların gerçekleştirdiği işlemler son 5 yılın en düşük seviyesine geriledi ve 2004 yılından bu yana ilk defa yabancı yatırımcılar liderlik koltuğunu yerli yatırımcıya bıraktı. Ernst & Young'ın "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2009 Raporu"na göre, 2010 yılı için birleşme ve satınalma işlem hacmi beklentisi 10 milyar dolar oldu. İşlem sayısı, geçen yılın yüzde 68'i seviyesinde kalırken, değeri açıklanan işlemlerin hacmi geçen yılın dörtte biri seviyesinde oldu. Bu durum, ortalama işlem değerinin, özelleştirme işlemleri hariç tutulduğunda 20 milyon dolara inmesine yol açmıştır.

En büyük işlemin 606 milyon dolar ile Türkşeker'e ait fabrikalardan C portföyünün özelleştirmesi olduğu bu yıl, 3 elektrik dağıtım bölgesinin özelleştirmesi ikinci, üçüncü ve yedinci sıralarda yer aldı. Değeri açıklanan işlemlerden özelleştirmeler hariç en yüksek tutarlı işlem, yılın sonlarına doğru açıklanan Krom Maden, Kop Krom ve Güney Krom'un 300 milyon dolar bedelle Taiyuan Iron & Steel Group Company'e satışı idi. Eczacıbaşı-Zentiva Sağlık ve Eczacıbaşı-Zentiva Kimyasal ürünlerdeki Eczacıbaşı hisselerinin 253,6 milyon dolara Zentiva'ya satışı, Finansbank Malta Holding'in NBG International'a 241 milyon dolara satışı ve yılın sonlarına doğru izinleri tamamlanabilen Lafarge Aslan Çimento'nun Oyak Grubu'na 218,5 milyon dolara satışı, yılın diğer büyük işlemleri oldu.

Özelleştirmeler hariç, en büyük işlemin toplamının diğer işlemlere oranı yüzde 31 ile 2008 yılındaki yüzde 62, 2007 yılındaki yüzde 67 oranıyla kıyaslandığında azaldı. Raporda 2009 yılında, diğer yatırımcı gruplar gibi küresel ekonomik krizden etkilenen özel sermaye fonlarının yatırım iştahının azalmasına rağmen, piyasaların düzelmesine paralel olarak, önümüzdeki yıllarda tekrar kendilerini göstermeleri ve Türkiye şirket birleşmeleri ve satın almaları piyasası için önemlerini sürdürmeleri öngörülüyor.

2010 yılında enerji sektörünün yatırımcılar tarafından ilgi görmeye devam edeceği düşünülüyor. Bu yıl özelleştirme ihale sürecinde beklenen muhtemel gelişmeler, süregelen elektrik dağıtım şirketleri, şeker fabrikaları ihalelerinin

tamamlanması, elektrik üretim tesisleri, belediyelere ait doğalgaz dağıtım şirketleri, Halkbank, Vakıfbank, otoyollar ve köprüler için ise ihale veya halka arz sürecinin açıklanması olarak bekleniyor.

2010 yılında da işlem değerlerindeki düşüş seyrinin devam etmesi, yüksek değerli işlemlerin azalacağı ve orta/küçük ölçekli işlemlerin daha fazla gerçekleşmesi beklenmektedir.

Yukarıdaki araştırma sonuçlarından da anlaşılacağı üzere; şirket birleşmeleri son yıllarda ülkemiz lehine gerçekleşen olumlu gelişmelerle birlikte sürekli bir artış göstermektedir. Son yıllarda şirket birleşmeleri ülkemizde büyük artış göstermekle birlikte hala bir takım nedenler birleşmeler önünde engel teşkil etmektedir. Şirket birleşmeleri önündeki engeller şu şekilde özetlenebilir[59]:

- Halka açık şirketlerin azlığı,
- Aile şirketleri biçimindeki yapılanma,
- Şirket kültürleri arasındaki farklılıklar,
- Finansal tabloların yatırımcı için yeterli ve güvenilir olmamasıdır.

Ülkemizde bu engelleri kaldırıcı veya azaltıcı çalışmalar yapıldığı takdirde şirket birleşmelerinin daha kolay hale geleceğinden birleşmelerin daha da ivme kazanacağı söylenebilir.

1.3.5. Koç Grubunda Gerçekleşen Önemli Şirket Birleşmeleri

AB ile Gümrük Birliği sonrası artan yerel rekabet karşısında pazar paylarını korumak isteyen yerli şirketlerin ortaklaşa girişimlere ve şirket birleşmelerine daha sıcak bakmakta olduğu da üzerinde ittifak edilen konulardan biridir.

Dünya piyasalarında gerçekleşen BP-Amaco, Daimler-Crysler, Price-Waterhouse Coopers-Lybrant, Compag-Digital gibi dünya devlerinin birleşmeleri

[59] Finansal Forum Gazetesi, **"Şirket Birleşmeleri İçin Önümüzü Açın"** , 16.01.2000.

Türkiye'deki yapıların yeniden şekillenmesine neden olurken, tablo 1.1'de görüleceği gibi; Koç Grubunda 1997 yılından günümüze kadar birçok şirket birleşmesi gerçekleşmiştir. Buna karşılık Kasım 1999'da dayanıklı tüketim grubunda yaşanan birleşmeler değişimin öncüsü olarak kabul edilebilir.

Koç Holding A.Ş. dayanıklı tüketim grubunun gerçekleştirdiği 2 Milyar Dolarlık birleşmeyle beyaz eşya alanında Türkiye'deki liderlik koltuğunu sağlamlaştırmıştır. Böylece Dünya Pazarında 7.'lik sırasına oturan şirketin 5.'lik sırasına ulaşmayı hedeflemesi birleşme operasyonunun amacının dünya pazarlarında iyi bir yere gelmek olduğu anlaşılmaktadır. Özellikle dünyadaki beyaz eşya üreticilerinin 250'den 50'ye indiği, Elektrolüx'ün 27, Whirpool'un 15, Bosch-Siemens'in 14 şirketinin birleşmesinden oluştuğu göz önünde bulundurulursa Koç Grubu'nun bu kararı neden aldığı daha iyi anlaşılmaktadır. Koç Holding A.Ş. bu birleşme vasıtasıyla, elektronikte tek yönetimin sağladığı çabuk karar alma olanağı ile Avrupa'nın en düşük maliyetli üreticisi olmayı, verim artışı sağlamayı, büyük boyutun sağlayacağı finansman ve satın alma avantajlarını elde etmeyi amaçlamaktadır.

Türkiye'de hisse senedi karşılığı yapılan birleşmeler, genellikle aynı holding bünyesindeki zararda bir şirketin karlı bir şirketle birleştirilmesi şeklinde ve vergi avantajlarından faydalanmak amacıyla yapılmaktadır.

Koç Holding A.Ş. dayanıklı tüketim grubu şirketlerinden Arçelik A.Ş. ile Ardem A.Ş. 17.12.1998 tarihinde birleşme kararlarını açıklamışlar, birleşme işlemi ise 04.08.1999 tarihinde tamamlanmıştır. Ardem Pişirici ve Isıtıcı Cihazlar A.Ş. 1977 yılında fırın, ocak ve aspiratör üretmek üzere Bolu'da kurulmuştur. Şirket 1995 yılında halka açılmıştır.

Birleşme işlemi diğer birleşmelerde olduğu gibi, Arçelik'in Ardem'i devir alma yolu ile birleşmesi şeklinde gerçekleşmiştir. Birleşme sonrasında yeni bir şirket oluşmamış Ardem'in hukuki yapısı son bulurken Arçelik A.Ş. faaliyetlerine devam

etmiştir. Gerçekleştirilen birleşme işlemi ‘‘grup içi yatay birleşme’’ olarak tanımlanabilir.

Birleşmenin amacı; ‘‘üretim konularındaki benzerlik ve iki şirketin birleşmesi halinde, birleşmenin tedarik, iç satış, ihracat, finansman vb. konularda daha etkin bir yönetim ve tasarruf sağlayacağı görüşü ile global rekabet gücünün arttırılacağı’’ şeklinde açıklanmıştır.[60]

Koç Grubu şirketlerinden Beko Elektronik, Alba şirketindeki %50 Grundig hissesini de alarak şirketin tamamını elde etmiştir. Koç Grubu bu alımla Avrupa’da hem teknoloji hem de marka değeri olarak büyük güç kazanmıştır. Grubun amiral gemisi olan Arçelik ise, beyaz eşya devi Blomberg’i, Elektra Bregenz’i, Leisure, Flavel ile Arctic’i satın almıştır.

Gelecek dönemlerde şirketlerin gündemindeki en önemli konulardan biri inovasyon olacaktır. Yeni ürün geliştirme konusunda yatırım yapacak olan şirketler, ancak bu ürünlerle yurtiçi ve yurtdışında fark yaratarak rekabette üstünlük sağlayabileceklerdir.

Koç Grubu Dayanıklı tüketimde, 16 üretim tesisi ve 16 marka ile faaliyet göstermektedir. Türkiye’de en yaygın satış ve satış sonrası destek ağına sahip olan topluluk olarak liderliğini sürdürmektedir. Yurtiçindeki ağın benzeri yurtdışında da oluşturulmak istenmektedir. Halihazırda Romanya, Rusya ve Çin’de üretim yapılmaktadır. Beko, hedefinden iki yıl önce, 2009 yılında dünyanın ilk 10 markası içine girmiştir. Arçelik ayrıca, Alba şirketindeki yüzde 50 Grundig hissesinin Beko Elektronik A.Ş tarafından satın alınması ile hem şirketin hem de Grundig markasının tek sahibi konumuna gelmiştir. Bu satın alma sonrasında Beko Elektronik ismini de Grundig Elektronik olarak değişmiştir. 63 yıllık geçmişi ile sektörünün en deneyimli ve prestijli markalarından biri olan Grundig’i Arçelik A.Ş bünyesine katılması, sadece Türkiye için değil, Avrupa TV sektörü için de çok önemli bir gelişmedir.

[60] **İMKB**, 17.12.1998 Tarihli Günlük Bülten.

Öyle anlaşılıyor ki bundan sonraki dönemde Grundig markasını dünya genelinde yaygınlaştırmak ve küresel bir marka olarak kullanımını sağlamak üzere çalışmalar devam edecektir. Uluslararası pazarlarda beyaz eşya ile gösterilen başarının daha büyüğünü elektronik alanında da gerçekleştirmek için çok büyük bir adım atılmıştır.

Arçelik'in küresel düzeyde elde ettiği başarılar ile yakalanacak sinerji, Grundig markasının gücüne güç katacaktır. Bunlar, Arçelik'in küresel şirket olma yolunda ilerlemesinin somut göstergeleridir. Arçelik'in küresel alandaki büyümesini daha da pekiştirmek için yurtdışındaki üretim ve satış tesislerini arttırmak amacıyla yeni yatırım projeleri üzerinde çalıştığı bilinmektedir.

2008 ekonomide fırtınaların estiği bir yıl olmuştur. İçinde bulunduğumuz 2010 yılında da durum çok farklı değildir. Küresel kriz hemen her sektör ve şirketi etkilemiştir. Taleplerde yaşanan daralma, kredi musluklarının akmaması, likit problemleri gibi pek çok sıkıntı şirketlerin planlarını bozmuş ve hedeflerinde sapmaya neden olmuştur. Şu günlerde ufak da olsa iyileşme haberleri alsak da krizin etkilerini bir süre daha hissetmeye devam edeceğiz. İşte bu ortamda Koç Holding, Fortune Global 500 listesindeki istikrarlı yükselişini sürdürerek 172'inciliğe yükselmiştir. Koç Holding sıralamada, Canon, Coca Cola, Mc Donald's, Oracle, Philip Morris, Apple, Pepsico gibi birçok dünya devi şirketi geride bırakmıştır.

İstikrarlı ve Kesintisiz Yükseliş

Son 5 yılda 217 basamak tırmanan Koç Holding listedeki yükselme trendini kesintisiz devam ettirmiştir. Koç Holding 2005'de 389'uncu, 2006'da 358'inci, 2007'de 190'ıncı, 2008'de 186'ıncı ve 2009'da da 14 basamak birden yukarıya çıkarak 172'inci sırada yer almıştır. Fortune Dergisi, özel bir sayı ile duyurduğu listeyi, ''en fazla ciro, yüksek kârlılık, hızlı büyüme ya da istihdam'' gibi 20`den fazla kriterle değerlendirmektedir. Koç Topluluğu yarattığı istihdam, insan kaynağı politikaları, hızlı büyüme ve sosyal sorumluluk projelerine yaptığı destek ile de dikkat çekmektedir.

Koç Topluluğu aynı listede son 5 yılda gelirlerini en fazla artıran şirketler arasında ise 19'uncu sırada yer almıştır. Şirket, 2003-2008 arasında gelirlerini yüzde 33,8'lik bir ortalama ile arttırmıştır. Global piyasalar ve şirketler için hayli zorlu geçen 2008 yılında ise Koç Topluluğu'nun cirosu yüzde 12'lik bir artışla 44 milyar 167 milyon dolara ulaşmıştır.

Yakalanan bu istikrarlı yükselişin perde arkasındaki nedenlerin arasında şirketin değişen stratejik planlamasının önemli bir yerde olduğunu görüyoruz. Topluluk, 2000'li yıllarla birlikte 4 ana sektöre; finansal hizmetler, dayanıklı tüketim, otomotiv ve enerji alanlarına yoğunlaşma ve odaklanma kararı almıştır. Bu strateji ile Topluluk, odaklandığı sektörlerde büyük yatırımlar yapmış ve bu alanlarda derinlik kazanarak, karlılığını artırma olanağı yakalamıştır. Bu önemli stratejik adım ile hızlı büyüme ve karlılıkta artış sağlandığı gibi, sektörler arasında farklı dinamiklerle, farklı riskleri en iyi şekilde yönetme olanağı da sağlanmıştır.

Topluluk odaklanma stratejisini hayata geçirirken pek çok alım ve satım gerçekleştirmiştir. Tüpraş, Yapı Kredi Bankası ve Tansaş'ı bünyesine kattıktan sonra portföyünü yeniden yapılandırma stratejisi çerçevesinde İzocam, Döktaş, Migros ve Demirdöküm'ü elden çıkarmıştır.. Topluluğun Tüpraş'ı alması ve Migros'u satması belki de en fazla ses getiren hamleler olmuştur. Özellikle Tüpraş'ın alımı odaklanma stratejisinin gerçekleştirilmesi açısından son derece önemlidir. Fortune 500'de bir yıl içindeki 168 basamak yükseliş de bu kararın getirilerini açıklamaya yetmektedir.[61]

Likit sorunu, küresel finansal kriz döneminde pek çok şirketin yaşadığı sıkıntıların başında gelmektedir. Nakit akışını sürdürmekte zorlanan şirketler, hedeflerini revize etmek, küçülmeye gitme hatta piyasadan çekilmek gibi ağır bedeller ödenmiştir. Ancak stratejik plan gereği krizin ağır etkilerinin henüz hissedilmediği bir dönemde Migros'un çoğunluk hissesini 1,98 milyar TL'ye satan Topluluk krize ciddi bir likitle girmiştir. Bu başarı sadece Koç Holding'e ait

[61] **Bizden Haberler Dergisi,** Koç Topluluğu Yayını, Eylül-Ekim 2009, Sayı:371, s.8.

değildir. Bu, aynı zamanda Türkiye'nin başarısıdır. Önümüzdeki yıllarda daha fazla sayıda Türk şirketi küresel rekabet güçlerini artırarak bu listede yer alacaktır.

1991 yılında "Beko Bir Dünya Markasıdır" sloganıyla yola çıkıldığında birçok kimse ne olabileceğini hayal bile edemiyordu. Vizyon çok önemlidir. İnanmak ve ekibi inandırmak çok önemlidir. Bugün, Beko markası Türkiye'de 2. dünyada 9. büyük marka konumuna gelmiştir. Bununla birlikte Arçelik de dünyanın 7. büyük beyaz eşya üreticisi olmuştur. Arçelik 2000 yılından beri olduğu gibi bu sektör için önemli olan konsolidasyon sürecini takip etmeye devam etmektedir.[62]

Arçelik A.Ş. büyüme fırsatları açısından dünyadaki her pazarı gözden geçirmektedir. Sektörünün global liderlerinden biri olma vizyonu paralelinde her pazarı değerlendirme ihtiyacı vardır. Bunu yaparken de belli bir strateji ile hareket etmek gerekir. Asya Pasifik bölgesine daha da yakınlaşmak için Uzakdoğu'da önce Çin'e yatırım yapılmıştır.

Arçelik, Kuzey Amerika pazarına da adım atmıştır. Kuzey Amerika pazarında alınan geri bildirimler son derece pozitif çıkmıştır. Yakın coğrafyada ise halihazırda güçlü olunan pazarlar mevcuttur. Sektör yakından incelendiğinde birleşmenin büyümede son derece önemli olduğu görülmektedir.

[62] **Bizden Haberler Dergisi,** Koç Topluluğu Yayını, Eylül-Ekim 2009, Sayı:371, s.19.

Tablo 1.1. Koç Grubu Şirket Birleşmeleri

YIL	BİRLEŞİLEN ŞİRKET	BİRLEŞEN ŞİRKET
1997	Koç Holding A.Ş.	Koç Yatırım Pazarlama A.Ş.
1997	Tofaş Oto Ticaret A.Ş.	Opar Otomotiv A.Ş.
1999	Arçelik A.Ş.	Ardem A.Ş.
1999	Arçelik A.Ş.	Atılım Pazarlama A.Ş.
1999	Arçelik A.Ş.	Gelişim Pazarlama A.Ş.
1999	Arçelik A.Ş.	Türk Elektrik End. A.Ş.
1999	Otokar Otobüs A.Ş.	Otokar Pazarlama A.Ş.
2000	Standard Belde A.Ş.	Motör Ticaret A.Ş.
2000	Takosan Otomobil Tic. A.Ş.	Endiksan A.Ş.
2001	Tofaş Türk Otomobil Fab. A.Ş.	Tofaş Oto Ticaret A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Bursa Oto A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Ege Oto A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Egemak Ege Makine ve Ticaret A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Günoto Güney Otomobil Ticaret A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	İstanbul Oto A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Kuzey Motorları Ticaret ve Sanayi A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Marmara Oto A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Ormak Oto Anadolu Makine ve Tic. A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Otoan Otomobil Ticaret A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Otokoç A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Otomotör Ticaret A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Ottar Oto ve Tarım Araçları Ticaret A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Samoto Otomobil Ticaret A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Standard Motor Otomotiv Ticaret A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Suroto A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Tormak Toros Makine ve Ticaret A.Ş.
2001	Koç Holding A.Ş.	Toroto A.Ş.
2001	Aygaz A.Ş.	Gazal Gaz Aletleri A.Ş.
2001	Akpa A.Ş.	Porsuk A.Ş.
2002	Otokar Sanayi A.Ş.	İstanbul Fruehauf A.Ş.
2002	Koç Finansal Hizmetler A.Ş.	Koçbank A.Ş.
2003	Tat Konserve Sanayi A.Ş.	Pastavilla Makarna A.Ş.
2003	Tat Konserve Sanayi A.Ş.	Sek Süt Sanayi A.Ş
2003	Tat Konserve Sanayi A.Ş.	Maret A.Ş.
2003	Mogaz Petrol Gazları A.Ş.	Lipet A.Ş.
2004	Mares A.Ş.	Tütaş A.Ş.
2005	Otoyol Sanayi A.Ş.	Otoyol Pazarlama A.Ş.
2005	Otokoç A.Ş.	Set Oto A.Ş.
2006	Migros Türk T.A.Ş.	Tansaş A.Ş.
2008	Türk Traktör A.Ş.	N.H. Trakmak A.Ş.
2008	Koç Holding A.Ş.	Kav Danışmanlık A.Ş.

II. BÖLÜM

BİRLEŞME SÜRECİ, DEĞERLEME VE DEĞERLEME UYGULAMASI

2.1. BİRLEŞME SÜRECİ VE FİNANSMANI

Birleşme süreci, karmaşık ve zor bir süreçtir. Bu kadar karmaşık olan sürecin başarı ile tamamlanması için sürecin her bir aşamasını ayrı ayrı değerlendirilmesinin gerekliliği açıktır. Bu bölümde birleşme süreci, şirket birleşmelerinde yaşanan başarısızlıkların nedenleri, birleşmenin finansmanı ve birleşme karşıtı taktikler üzerinde durulmuştur.

2.1.1. Birleşme Süreci

1800'lü yılların sonlarında başlayan birleşme ve satın alma işlemleri sayısı ve değerinin günümüze kadar artarak devam etmesi, bu işlemlerin başarıyla sonuçlandığı anlamına gelmemektedir. Birleşme ve satın almaların başarısını ölçmeye yönelik yapılan bir çok araştırma bu işlemlerin büyük bölümünün başarısızlıkla sonuçlandığını, hatta hissedarların refahını artırma konusunda başarısızlık oranlarının % 60-70'lere vardığını göstermektedir.[1]

Birleşme yoluyla büyüme stratejisi izleyen bir şirketin amacına uygun bir birleşme politikası olmalıdır. Niçin bir şirketle birleşiliyor? Bu sorunun ekonomik, finansal, yönetimsel nedenlere dayanan akılcı bir yanıtı olmalıdır. Şirketler bu soruya akılcı bir yanıt verebilmek için ayrıntılı inceleme süreci yürütmektedirler. Birleşmeye taraf olan şirketler, yapacakları anlaşmanın başarısızlıkla sonuçlanması riskini azaltmak ve şirket değerini maksimize etmek amacıyla "ayrıntılı inceleme" adı verilen, ilgili şirketin finansal, yasal, örgütsel açıdan tüm verilerin toplanması, analiz edilmesi ve faydalı sonuçlara dönüştürülmesini içeren bir süreç yürütürler.

[1] David Dinkin, "**Birleşmeler İçin Zaman Şart"**, Active Line, Sayı 18, 2001, s.3.

Birleşme sürecinde ayrıntılı inceleme, birleşmeye taraf olan şirketlerin her birinin birleşme öncesi dönemde hedef şirket hakkındaki bilgileri ayrıntılı olarak bir araya getirmesi ve incelemesidir. Şirket yönetimi hedef şirketin örgütsel yapısı, mali yapısı, çalışanların özellikleri, örgüt kültürü hakkındaki bilgi ve belgeleri yazılı olarak bir araya getirir. Şirketin hangi alanlarda güçlü hangi alanlarda zayıf olduğunu sistematik olarak belirler.[2] Böylelikle söz konusu birleşmenin avantaj ve dezavantajları açık bir şekilde ortaya konmuş olur. Uygulamada tüm şirket birleşmelerinin başarıyla tamamlandığını söylemek güçtür. Uygulamada başarıyla tamamlanmış şirket birleşmeleri olduğu kadar bundan çok daha fazla tamamlanamayan şirket birleşme çabaları da vardır. Bunun temel nedeni ise şirketlerin birleşme sürecine yeterince önem vermemeleridir. Birleşme kararı bir şirketin yaşamında her zaman karşılaştığı bir karar değildir. Birleşme süreci, karmaşık ve zor bir süreçtir. Bu kadar karmaşık olan bir sürecin başarı ile tamamlanması için sürecin her bir aşamasının ayrı ayrı değerlendirilmesinin gerektiği açıktır.

Bu süreç üç aşamada ele alınabilir.

- Birleşme planı ve stratejisi
- Ortak ya da hedef şirketin seçimi ve teklif verilmesi
- Ayrıntılı inceleme

Birleşmelerin Planlaması

Birleşmelerde şirketlerin önceden hazırlanan bir planı ve buna ilişkin stratejileri olmalıdır. Birleşmenin başarılı olması, planlamanın rasyonel yapılmasına bağlıdır. İyi hazırlanmış bir birleşme planı yanlış karar alınmasını önleyecektir.[3]

[2] Halil Bader Arslan, **Şirket Birleşme ve Satın Almalarında İnsan Kaynakları Ayrıntılı İnceleme Süreci**, Active Dergisi, Mart-Nisan, 2003, s.1.
[3] Ankara Sanayi Odası Aylık Yayın Organı (Asomedya), "**Şirket Birleşmeleri"**, Ağustos 2000, s.36.

Ortak Ya da Hedef İşletmenin Seçimi Ve Teklif Verilmesi

Araştırma ve seçme süreci, birinci aşamada geliştirilen kriterler dahilinde, uygun adayın seçilmesiyle ilgili sistematik bir yaklaşımdır. Araştırma, adayların nasıl ve nerede bulunması gerektiği konusunu içerir.

Geliştirilen ölçütlere tam olarak uygun bir adayın bulunması zor olmakla birlikte, bu tür adayın ne şekilde bulunabileceği konusunda aşağıdaki kaynaklardan faydalanılabilir:[4]

- Gazeteler, özellikle finansal ağırlıklı gazeteler,
- Mesleki yayınlar; yapısı gereği daha faydalı ve daha güvenilir bilgiler verebilir,
- Mali danışmanlar,
- Ticari bankalar,
- Yatırım bankaları ve diğerleri.

Adayların bulunması konusunda yukarıda özetle belirtilen araçlardan faydalanma, her şirketin özel durumuna bağlı olarak, çeşitli şekillerde olabilir. Araştırma birleşilecek şirketin belirlenmesinin temelini oluşturur. Belirleme ise amaçlar ve esas alınan kriterlere göre en uygun adayın seçilme sürecidir. Bu aşamada birleşmeye aday şirketler çeşitli kriterlere göre değerlendirilerek hedeflenmiş olan amaçlara en uygun olanlar belirlenir.

Gerçekte, geliştirilen kriterlere tam olarak uyan adayın bulunması zor ise de istenilen kriterlerin çok üzerinde ya da altında olan adayların elimine edilmesi sağlanmış olması açısından önemli olmaktadır. Bu bağlamda ideal adayın belirlenmesi, şirketin sahip olmadığı veya yeterli düzeyde sahip olamadığı tamamlayıcı gücü elde etmesini sağlayacaktır. Diğer şeyler sabitken, zayıflıklar, birleşilerek şirketin güçlü yönleriyle eşlenecektir.[5]

---

[4] Milton B. Burstein, **Acquisitions and Mergers**, New York, Oceana Publications Inc., 1973, s.39. Aktaran: Nurhan Aydın, s.44.

[5] Orhan Çelik, **Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi,** Ankara, Turhan Kitabevi, 1999, s.65.

Ayrıntılı inceleme

Birleşme ve satın alma sürecinde ayrıntılı inceleme, birleşme ya da satın almaya taraf olan şirketlerden her birinin birleşme öncesi dönemdeki bütün finansal, yasal, teknik ve beşeri özelliklerle ilgili bilgileri ayrıntılı olarak bir araya getirmesi ve incelemesidir. Satın alan konumundaki şirket yönetimi, hedef şirketin örgüt yapısı, mali yapısı, teknolojik yetkinliği, çalışanlarının özellikleri ve örgüt kültürü hakkındaki bilgi ve belgeleri yazılı olarak bir araya getirip şirketin güçlü ve zayıf olduğu alanları sistematik olarak ortaya koyar.[6]

Birleşme ve satın alma sürecindeki ayrıntılı inceleme aşaması, birleşen şirketlerin genel şirket yapısının incelenmesi, hedef şirketin satın alma değerinin hesaplanmasıyla birleşme ve satın alma ile ilgili yasal sürecin incelenmesi olmak üzere üç aşamada ele alınabilir:

- Şirket Örgüt Yapılarının Ayrıntılı İncelenmesi
- Hedef Şirketin Değerinin Hesaplanması
- Yasal Prosedürün İncelenmesi

2.1.2. Şirket Birleşmelerinde Yaşanan Başarısızlıkların Nedenleri

Yapılan her çalışmada birleşmelerin arasında başarılı olanların oranının az olduğu ortaya konmaktadır. Yine yapılan bu çalışmalar, başarısızlığı benzer nedenlere bağlamaktadır. Birleşmelerin başarısız olmalarının temelinde birleşme öncesi finansal beklentilerin gerçekleşmemesi, kültürel uyumsuzluk, kilit elemanların işten ayrılması gibi birkaç etmen en başta gelen etmenlerdir.[7]

Birleşme ve satın almaların en büyük avantajlarını sinerji oluşturmaktadır. Ancak büyüme için birleşmeyi kabul eden şirketlerde bir takım problemler negatif

[6] Halil B. Arslan, "Şi**rket Birleşmeleri ve Satın Almalarında İnsan Kaynakları Ayrıntılı İnceleme Süreci"**, Active Dergisi, Mayıs-Haziran 2002, s.1.
[7] Halil B. Arslan, **Bulmacanın Eksik Parçası: Birleşme ve Satın Almalarda İnsan Kaynakları**, Ankara, Siyasal Kitabevi, 2004, s.46.

sinerji oluşturmaktadır. Negatif sinerji, taraflar arasındaki zıtlığın yüksek olduğu daha öncede bahsettiğimiz gibi düşmanca ele geçirmeler ve mücadeleci durum tipi satın almalar da daha olasıdır. Birleşme ve satın almalarda başarısızlığın altında yatan nedenlerin büyük kısmı beşeri sorunlar, (iletişim, kültürel uyumsuzluk, örgüte bağlılık vb.), sermaye yetersizliği ve gerçekleşemeyen beklentilere dayanmaktadır.

Birleşme işlemini başarısızlığa götüren 7 alan bulunmaktadır. Tecrübelere göre bu alanlarda şirketler sağlıksız ve verimsiz düşünmektedir. Problem olan alanlar şöyledir.[8]

Vizyon

Birleşmenin başarı yada başarısızlığında şirket sahip ya da yöneticilerinin geleceğe yönelik planlarını ne olduğu, geleceğe ilişkin senaryoları yani vizyonları önemli rol oynar. Birleşmede yeterli vizyonun ortaya konulmaması başarısızlığı getirir. Birleşme işleminde taraflar birleşme işleminin şirkete sağlayacağı katkılar hakkında eksik bilgiye sahiptirler. Kısa dönemdeki gelişmelere göre değerlendirmede bulunurlar. Kısa dönem sonuçları üzerinde yoğunlaşma ise uzun dönemde başarısızlığa yol açar.[9]

Liderlik

Şirketler liderliği devretmekte hızlı değildirler. Bunların çoğu liderlik kaosunu görmezden gelirler ki, bu durum varlıklarını tehdit eder. Ortaya çıkan zaman ve kaynak israfı, işgücü moral bozukluğuna ve belirsizliğe yol açarak başarısızlığa sürükler.[10]

[8] Arslan, a.g.e. s.47.
[9] Serpil Altınırmak Gökbel, **Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık, Şirket Birleşmeleri**, (Editörler: Haluk Sumer, Helmut Persnteiner), İstanbul, Alfa Yayınları, 1. Baskı, 2004, s.217.
[10] Gökbel, a.g.e. s.216.

Büyüme

Şirketler büyümeyi birleşmenin en önemli nedeni görürler. Ölçek ekonomisi üzerinde yoğunlaşırlar. Kısa dönem başarısının çok önemli olduğunu düşünürler. Ancak bu sürekli bir amaç olmaz. Uzun dönemde bu amaçtan sapma olur ve başarısızlığa doğru sürüklenirler.[11]

Erken Kazançlar

Şirketler birleşme öncesi, çalışanların ve herkesin işletmeye ortak olmada istekli olduğunu varsayarlar. Ancak gerçekte çalışanlar birleşmenin fayda getirmeyeceğine inanırlar. Gerekli isteği sağlamak, kısa dönemde erken kazançların çabuk pozitif ve görülebilir maddi kazançlara dönüştürülmesiyle ve geleceğin çok parlak olduğunun anlatılmasıyla mümkün olur.

Kültür

Şirketler genellikle kültürel engellerin varlığı hakkındaki bilgileri geri çevirirler. Oysa bu engeller vardır ve kolaylıkla çözülemez.[12]

İletişim

Şirketler birleşme programlarında iletişimin geliştirilmesini sağlamak amacıyla iletişim yöneticilerine sahip olmalıdırlar. Bu yöneticilerin görevi sadece yazılı matbu belgelerle gazete ve dergilerde piyasayı bilgilendirmek değildir. Şeffaf bir iletişim ağı kurularak aktif bir strateji ile belirsizliğin ve çalışanların gerginliğinin azaltılması hedeflenmelidir.

[11] Gökbel, a.g.e. s.216.
[12] Gökbel, a.g.e. s.216.

Risk Yönetimi

Şirketler herhangi bir işlemin parçası olan riskleri, risk yönetim teknikleri ile azaltabilirler. Riskler hakkında konuşmak güçtür. Ancak riskler konuşulmaz ve iyi yönetilmezlerse sonunda varlığı tehdit eder.[13]

2.1.3. Birleşmenin Finansmanı

Birleşme kararı veren şirketler, birleşme faaliyetini tamamlamak için farklı ödeme şekilleri kullanabilirler. Genel olarak birleşme karşılığında yapılacak ödeme yöntemleri üç grupta toplanabilir.

2.1.3.1. Nakit Ödeme

Peşin ödemeyle gerçekleşen şirket satın alımlarında işlemler çok hızlı ve etkili bir şekilde yapılabilmektedir. Satışa konu olan şirketin hissedarları, hisse karşılığında ne kadar alacakları satış sözleşmesinde belirtildiği için, sözleşmeye itiraz edip etmeyeceklerini hızlı bir biçimde tespit edebilirler. Bu durum satış işlemlerinin akışını kolaylaştırır. Peşin ödemeye dayalı şirket alma teklifleri; dostça ve zorla satın alma ile olan devralmaların ikisinde de kullanılabilir.

Peşin ödemeye dayalı şirket devralmalarının bir avantajı da; aracı kurumun, alınması planlanan şirketin hissedarlarının ellerinde bulunan tüm hisseleri satın alması ile ortaya çıkabilecek sinerjiden tamamıyla kendisinin yararlanma hakkını elde etmesidir. Ancak bu durumda birleşme sonrasında beklenen sinerjinin oluşmama riski tamamıyla alıcıya geçer. Nakit ödeme, bu avantajların yanında, bazı dezavantajlara da sahiptir. Bunlardan biri; gerçekleştirilecek işlemin büyüklüğünden dolayı satın alan kurumun yeterli miktarda hazır kaynağa sahip olmamasıdır. Bunun yanında likit kaynakların işletme dışına çıkması, bu kaynaklardan sağlanacak getirilerden mahrum kalınması anlamına gelir. Hisse senedi borsada işlem gören

[13] Gökbel, a.g.e. s.216.

şirket devralmasında yapılan peşin ödemenin fiyatlara nasıl yansıdığı konusunda literatürde çalışmalar yapılmıştır. Yapılan bu çalışmalarda, kesin bir sonuç oluşmamakla birlikte; piyasanın peşin ödeme sonucu oluşan birleşmelere hisse senedi değişimi yoluyla gerçekleşenden daha olumlu tepki verdiği gözlenmiştir.

Peşin ödemede kullanılan kaynakların temini sırasını belirleyen kural; bilgi dengesizliği teorisine dayanmaktadır. Bu kurala göre gerçekleştirilmesi tasarlanan yatırımların finansmanında önce iç kaynaklara başvurulması gerekir, bu yetmediği takdirde yabancı kaynaklar devreye sokulur, eğer hala finansman açığı mevcutsa sermaye artırımına gidilir.

2.1.3.2. Hisse Senedi Değişimi Yolu İle Ödeme

Satın alma ve birleşmeler, çok büyük finansal kaynak gerektiren oluşumlardır. Şirketler, kredibiliteleri yüksek olmasına rağmen, birleşme ve satın almalar için yeterli kaynağı temin edemiyor olabilirler. Bu gibi durumlarda; hedef şirket hissedarlarına nakit ödeme yerine, satın alan şirketin hisseleri verilir. Bu şekilde hedef şirket hissedarları, şirket birleşmesinden sonra varlığını devam ettiriyorsa, hedef şirket hissedarı, devam ettirmiyorsa yeni kurulan şirketin hissedarları durumuna geçerler. Hisse senediyle ödemeye dayalı birleşmelerde; likidite korunur, ek faiz ödemeleri önlenmiş olur ve vergi avantajları sağlanır. Bununla beraber satın alınan şirketin kredibilitesi, alan şirketin borçlanma derecesini iyileştirir. Bu tür ödeme şeklinde; satın alınacak şirketin fiyatı peşin ödeme şekline göre daha kolay belirlenir. Bu avantajlarının yanında; hisse senedi yoluyla ödemenin, bilgi asimetrisi problemi vardır. Hedef şirket hissedarları, satın alan şirketin hisse senedi fiyatlarını, dolayısı ile verilen teklifin değerini kolaylıkla tespit edemez. Bu arada iki taraflı bir bilgi asimetrisi problemi mevcuttur. Satın alan şirket, hedef şirketin değerini, hedef şirkette bu oluşumdan ne kadar kazanacağını tam olarak bilemez.

2.1.3.3. Borç Senetleri İle Ödeme

Borç senetleri peşin ödemelerde, kullanılması planlanan kaynakların temini için çıkarılabildiği gibi, hedef şirket hissedarlarına direkt olarak, sahip oldukları hisse senetlerine karşılık olarak verilebilirler. Bu şekilde hissedarlar geri ödeme garantili senet almış olurlar. Senet çıkaran şirket ise dış kaynak finansmanından yararlanmış olur. Borç senetlerinin diğer bir türü de hisse senedi ile değiştirilebilen olanlarıdır.

Hedef şirket hissedarları, birleşmeden sonra şirket performansını gözlemleyip; elinde bulunan tahvil ve borç senetlerini hisse senediyle değiştirip değiştirmeme kararını verebilirler. Şirket birleşmelerinde hisse senedi değişiminin yanında borç senetlerinin de kullanılması, hissedarların bağlanma etkisini artırarak yeni oluşan şirketin hisselerinin fiyatında oluşabilecek değer kayıplarını da bir ölçüde önler.

2.1.4. Birleşme Karşıtı Taktikler

Birleşme karşıtı taktikler engelleyici ele geçirme önlemleri ve aktif önlemler olmak üzere iki grupta incelenmiştir.

2.1.4.1. Engelleyici Ele Geçirme Önlemleri

Engelleyici ele geçirme önlemleri; zehirli haplar, şirket ana sözleşmesinde yapılan değişiklikler ve altın paraşüt olmak üzere üç başlık altıda incelenmiştir.

2.1.4.1.1. Zehirli Haplar

Bunlar, potansiyel hedef olan şirketin düşmanca ele geçirme faaliyetinde bulunan şirketin gözünde daha az değerli gözükmek için çıkardığı menkul kıymetlerdir. Bu menkul kıymetler sahiplerine, şirketin kontrolünü ele geçirmek veya hisse senetlerinin bir bölümünü toplamak amacıyla ortaklara satın alma teklifinde

bulunulması (tender offer) gibi bazı olayların ortaya çıkmasından belli bir süre sonra (örneğin 10 gün) geçerli hale gelen özel bir takım haklar sağlar. Bu haklar birçok şekilde olabilir ancak hepsi de hedef haline gelmiş olan ve bu kıymetleri çıkaran şirketin ele geçirilmesini zorlaştırır veya maliyetli hale getirirler.

Zehirli haplar almak: Bu terim bir birleşmeyi engelleyebilmek için sanal olarak intihara kalkışmayı ifade etmektedir. Bir başka ifade ile hedef şirketi diğer şirketin gözünde cazip halden çıkarmak için hedef şirkete zarar verebilecek önlemler alınmasıdır. Örneğin[14];

1) Öyle şartlarda anlaşılarak borçlanılabilir ki, bu borçlanma şartları şirket bir şekilde devralındığı zaman, daha önce alınmış olan tüm borçların vadelerinin beklenmeden ödenmesini gerektirebilir. Bu da daha önce şirketi cazip göstermiş olan varlıklarının değerlerinin altında kelepir fiyatına satılmasına sebep olabilecektir.

2) Altın paraşüt mekanizması tersine çevrilerek şirketin yöneticilerine öyle yüksek tazminatlar verilmesi gerektiği belirlenebilir ki birleşme olursa bu tazminatlar nedeniyle çekilecek nakit miktarı şirketi nakit açısından zor durumda bırakabilir. Bunun önceden bilinmesi de şirketi cazip olmaktan çıkaracaktır.

3) Bir başka şirketle savunma amaçlı birleşme yoluna giderek, şirketi değeri tam olarak belirlenemeyen varlıklar ve ödenecek borçlarla doldurmak.

2.1.4.1.2. Şirket Ana Sözleşmesinde Yapılan Değişiklikler

Düşmanca ele geçirme hareketlerinden korunmada kullanılan yollardan birisi de şirketin ana sözleşmesinde ve yönetimle ilgili düzenlemelerinde değişiklikler yapmaktır. Yönetim kurulunun görev süresinin uzatılmasına, yönetim kurulunun iki veya üç yıl için seçilmesine veya yönetim kurulu üyelerinin, her yıl ancak bir

[14] http://www.angelfire.com/co2/muratdinc, 15.12.2009.

bölümünün yenilenmesine olanak verecek statü değişikliklerinin yapılmasıdır.[15] Şirket ana sözleşmesinde değişiklik yapılarak birleşme gibi kararların alınmasında gerekli olan karar yeter sayısının artırılması koruma yöntemlerinden biridir. Diğer bir koruma yöntemi de, şirket sözleşmesinde konulan hükümle ele geçirilme durumunda şirketin hisse senetlerine en az, önceden tespit edilmiş bir fiyatın konulması şirketin gerçek değerini yansıtmaya yardımcı olur.

2.1.4.1.3. Altın Paraşüt

Altın paraşütler, şirket tarafından üst yönetime sağlanan özel haklardır (telafi edici ücretlerdir). Genel olarak altın paraşütlerin kullanılma mekanizması şöyledir. Hedef şirket, yöneticilerine gönüllü veya gönülsüz olarak işten ayrılmaları durumunda, yüksek tutarda ödeme yapılmasını gerektiren bir anlaşma yapar. Bu anlaşma belirli bir dönem için geçerli olabileceği gibi, süre bir yıl olarak belirlenip şirket kontrolünde herhangi bir değişiklik olmadığı takdirde otomatikman bir yıl daha uzayabilen tarzda da yapılabilir. Ödenecek tutar genellikle, çalışanın yıllık geliri ve çalıştığı yıl sayısı göz önüne alınarak hesaplanır.

Bu savunma taktiğinde şirketin mevcut yöneticileri ile çok yüksek tazminat ile iş sözleşmeleri imzalamak ve böylece birleşme gerçekleştirilip mevcut yönetimin değiştirilmesi söz konusu olduğunda yüksek tazminatlar ödenmesi gerekeceğinden birleşme, birleşmek isteyen şirket için pahalı hale gelir ve birleşme kararından vazgeçilebilir.

Paraşüt yönteminde düzenlemeler üç farklı seviyeden oluşmaktadır. Bunlardan ilki, tepe yöneticileri için düzenlenen "altın paraşüt" , ikincisi orta kademe yöneticiler için oluşturulan "gümüş paraşüt" ve sonuncusu daha alt düzey çalışanlar için olan "teneke paraşüt" olarak uygulanmaktadır.[16]

---

[15] Öztin Akgüç, Hayri Kozanoğlu, "Türkiye'de Bankacılık Sektörü", **İktisat Dergisi**, Sayı: 417, Eylül, 2001.

[16] Hazel J..Johnson, **"Corporate Finance Manual Mergers and Acquisitions A Framework for the Right Executive Decision"**, Great Britain, Pearson Education Limited, 1999, s.60-61.

2.1.4.2. Aktif Önlemler

Hedef şirket olmaya aday bir şirketin yönetimi bağımsızlığını koruyabilmek için böyle bir tehlike yokken dahi yukarıda anlatılan önlemleri alabilir. Dostça olmayan ele geçirme eylemi başladıktan da aşağıda sayılan diğer önlemler alınabilir.

2.1.4.2.1. Hisse Senetlerini Belirli Bir Primle Geri Alma

Bu önlem biçiminde şirketler hisse senetlerini, birleşme görüşmelerinde belirlenecek olan bir "değişim oranı" üzerinden değiştirirler. Alıcı şirket hisse senetlerinin piyasada yüksek fiyatla değerlenmiş olduğunu düşünüyorsa ödeme için hisse senedi teklif edecektir. Hisse senediyle yapılan ödemenin hedef şirket hissedarları açısından bazı yararları vardır. Örneğin hedef şirket hissedarları, ödeme sonucunda edindikleri hisse senetlerini satana kadar herhangi bir vergi yükümlülüğüyle karşılaşmayacaklardır. Bunun dışında ortaklar birleşme sonucu oluşan şirketle bağlarını kopartmamış olacaklardır. Bu anlamda yeni bir yatırıma girdikleri düşünülebilir.

2.1.4.2.2. Durdurma Antlaşması

Durdurma antlaşması, hedef şirketin potansiyel alıcı ile belirli bir dönem boyunca şirketteki varlığını artırmaması yönünde yapılan sözleşmedir. Bu durum genellikle alıcı şirketin hedef şirket içinde önemli bir tutarda hisse senedini ele geçirip tehdit unsuru haline gelmesiyle ortaya çıkar. Bu antlaşmalar genellikle, alıcı şirketin elindeki hisse senetlerini satmaya karar vermesi durumunda, bunların başka bir potansiyel alıcının (ya da daha doğru bir ifade ile yağmacının) eline geçmesinin önlenmesi amacıyla, hedef şirkete bu durumu reddetme hakkı veren diğer bir antlaşmayla birlikte yapılır. Durdurma antlaşmalarının diğer bir türü de alıcının hedef şirket içerisindeki payını belli bir oranın üzerine çıkarmayacağı yönünde yapılanlardır. Gerçekte bu tür antlaşmalara sık sık "greenmail" ödemeleri eşlik eder.

2.1.4.2.3. Beyaz Şövalye

Bir şirket istemediği bir teklifin hedefi haline geldiğinde veya potansiyel bir alıcı tarafından tehdit edildiğinde, kendisi için daha uygun gördüğü başka bir şirketi (white knight), birleşme için ortak seçebilir. Böylece seçilen bu şirket, hedef şirketin tamamını veya bir bölümünü satın almak için orijinal alıcı şirketten daha uygun şartlar önerir.

Birleşecek olan şirket birleşmeye engel olamayacağını anladığı zaman birleşmek isteyen şirket yerine birleşme sonrası daha iyi çalışacağını düşündüğü başka bir şirketi kendisi ile birleşmeye davet eder. Ancak bu durumda da hedef şirket açısından bir birleşme söz konusu olacağından bu yöntem en son başvurulacak çare olmakta ve hedef şirketin başka şansı kalmadığı zaman denenmektedir.

2.1.4.2.4. Sermaye Yapısı Değişiklikleri

Hedef şirket, sermaye yapısında değişiklikler yapmak yoluyla da düşmanca satın alma tekliflerinden korunabilir. Savunmaya yönelik sermaye değişiklikleri 4 ana başlık altında toplanabilir:

- Sermayeyi tekrar düzenleme: Bu sayede şirketler, önceki durumlarından çok daha farklı bir finansal yapı sergiler hale gelirler. Sermayeyi yeniden düzenleme planı genellikle, büyük oranda borçla finanse edilen yüklü miktarlarda temettü ödemelerini içerir.

- Daha çok borçlanmak: Hedef haline gelen şirketin kendisini savunmak için kullandığı yollardan biriside doğrudan borçlanmaktır. Alıcılar ele geçirmeyi finanse etmek için şirketin borçlanma kapasitesinden yararlanabilirler. Hedef şirketin doğrudan borçlarını artırmanın iki yolu mevcuttur:

  i. Tahvil çıkarmak.
  ii. Banka kredisi almak.

- Hisse senedi çıkarmak: Diğer bir ele geçirme karşıtı taktik şirketin yeni hisse senedi çıkarmasıdır. Bu sayede şirketin sermaye yapısı değişecek, borç miktarı sabit kalırken varlıklarını artıracaktır. Yeni hisse senedi çıkararak hedef şirket, ele geçirilmeyi daha zor ve maliyetli hale getirir.

- Hisse senetlerini geri satın alma: Düşmanca ele geçirme faaliyetlerinden korunmanın diğer bir yolu da hedef şirketin hisse senetlerini geri satın almasıdır. Böylece hisse senetlerinin ve dolayısıyla şirketin ele geçirilmesi engellenmiş olur.

2.2. ŞİRKET DEĞERİ VE ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Şirket değerinin belirlenmesi, şirket ile ilişkisi olan birçok taraf için son derece önemlidir. Şirket değerinin belirlenmesinde birçok yöntem kullanılabilir. Her yöntemin kendine özgü üstünlükleri ve sınırlılıkları vardır. Bu nedenle şirket değerlemesi yapmaktaki amaca göre değerleme yönteminin belirlenmesi gerekir.

2.2.1. Şirket Birleşmeleri ve Şirket Değeri

Birleşme; zor, masraflı ve riskli bir faaliyettir. Beklenen faydanın yaratılabilmesi için dikkatli ve titiz bir planlama yapılması gerekmektedir. Bir birleşmede; aday şirketleri seçmek, hedef daraltarak aday şirket sayısını düşürmek, adaylardan biri üzerine odaklanmak, yasalara uygunluğunu kontrol etmek, görüşmelere başlamak, niyet mektubu yazmak, ayrıntılı inceleme başlatmak, finansal müzakereleri tamamlamak, gelinen sonucu duyurmak, anlaşmayı imzalamak ve anlaşma hükümlerini yerine getirmek, birleşmeyi gerçekleştirmek gibi aşamalar bulunmaktadır.

Uygulamada tüm şirket birleşmelerinin başarıyla tamamlandığını ileri sürmek güçtür. Uygulamada başarıyla tamamlanmış şirket birleşmeleri olduğu kadar bundan çok daha fazla tamamlanamayan şirket birleşmesi çabaları da vardır. Birleşmelerin

tamamlanamamasının altında yatan temel neden, tarafların birleşmeden bekledikleri faydaların birbirleriyle örtüşmemesidir.[17]

Türkiye' de şirket birleşmeleri birçok yasanın düzenleme alanına girmektedir. Bunların başında Türk Ticaret Kanunu (TTK) gelmektedir. Vergi yasalarında da birleşme konularında bazı düzenlemeler yer almaktadır. Öte yandan Sermaye Piyasası Kurulunun (S.P.K.) düzenlemelerinde de şirket birleşme ve devralmalarına ilişkin hükümler yer almaktadır. Bunların dışında Rekabetin Korunması Hakkında Kanun da şirket birleşmelerinin rekabeti azaltma etkisinin olup olmaması bakımından şirket birleşmeleri ile ilgilenmektedir.

Şirket birleşme faaliyetlerinin, satın alma faaliyetlerinden ayrıldığı nokta; şirket birleşme faaliyetlerinde birleşen şirket yönetimlerinin ortak karar almaları ve anlaşma içinde olmalarıdır.

2.2.2. Şirket Değerleme Yöntemleri

Değer; herhangi bir nesnenin sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, herhangi bir varlığın başka birine verildiğinde karşılığında alınabilecek nesne miktarı olarak tanımlanmaktadır.[18] Şirket değerini etkileyen başlıca faktörler şöyle sıralanabilir:[19]

• Şirketin faaliyette bulunacağı sektör ve ekonominin genel durumu,
• Şirketin faaliyette bulunduğu sektöre giriş koşulları,
• Sektörün büyüklüğü ve büyüme hızı,
• Mal ve hizmet fiyatlarının tespiti ve gelecekteki seyri,
• Şirketin büyüklüğü,
• Şirketin faaliyette kullandığı makine ve gereçlerin niteliği,
• Araştırma geliştirme faaliyetleri,

[17] Çelik, a.g.e. s.59.
[18] Müfit Akyüz, Nesrin Ertel, **Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü**, İstanbul, Dünya Yayınları, 3. Baskı, 1990, s.64-65.
[19] Hünkar İvgen, **Şirket Değerleme**, İstanbul, Finnet Yayınları, 2003, s.37.

• Kullanılan teknoloji,
• Şirketin şerefiyesi,
• Şirketin kuruluş yeri,
• Şirketin geçmişi,
• Şirketin sermaye yapısı; sermayede kamu ve özel sektör payları,
• Şirketin likidite durumu,
• Şirketin dikey bütünleşme derecesi,
• Şirketin geçmişteki kazançları ve potansiyel kazanç gücü,
• Şirketin geçmişteki temettü politikası ve temettü dağıtabilme kapasitesi,
• Şirketin gelecekteki ihtiyacı olan yatırım tutarı,
• Yatırımların ekonomik ömrü,
• Yatırımların hurda değeri,
• Maliyetler içinde sabit ve değişken giderlerin oranı,
• Şirketin mal ve hizmetlerinin pazarlanabilirliği,
• Şirketin gerçekleştireceği yatırım projeleri,

Aşağıda, alıcı ya da satıcı şirketin kabul edilebilir bir değerinin nasıl belirlenebileceği konusunda çeşitli yöntemler verilmektedir. Bir şirketin değerlendirilmesinde bu yöntemlerden birinden ya da birkaçından yararlanmak mümkündür. Önemli olan şey, koşullara uygun yöntemi ya da yöntemleri seçmektir.

2.2.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımı

Bu yöntem ile yapılan değerlemelerde, şirketin nakit akışının sürekli olduğu varsayımından hareket edilir.[20]

Bu nedenle de, şirket değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır. Paranın zaman değerinin olması nedeniyle, yıllar itibariyle nakit akımları bugünkü değere indirgenecek, yani nakit akımlarının net bugünkü değeri bulunacaktır. İndirgenmiş nakit akımları (İNA), belli bir ıskonto oranına göre indirgenmiş nakit girişleri ile indirgenmiş nakit çıkışları arasındaki farktır.

[20] Nurhan Aydın, Birleşme ve Satınalmalarda İşletme Değerlemesi, **Şirket Birleşmeleri**, Editörler: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner, Alfa Yayınları,1420 Ocak 2004, s.200.

İNA yönteminde şirketin geçmiş finansal tablolarından yararlanılarak gelecekteki nakit akımları tahmin edilir ve bu nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle de şirket değeri bulunur.

2.2.2.2. Piyasa Çarpanları

Şirketlerin hisse senedinin piyasa değeri, şirketin gelecekte elde edeceği karlar ve kar payı dağıtımı gibi çeşitli etmenleri yansıtan bir ölçüttür. Şirketlerin bir bütün olarak alınıp satılmaları alışılmış bir durum olmadığından piyasa değeri ile ölçülür. Bir şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri piyasa koşullarında arz ve talebe bağlı olarak oluşan bir değerdir. Piyasa değeri, yalnızca piyasa koşullarındaki değişimlere bağlı olarak da değişiklikler gösterebilir. Özellikle sağlıklı işlemeyen sermaye piyasalarında bu duruma sık rastlanır. Bu piyasalar spekülatörlerin etkilerine fazlasıyla açık olduklarından manipülasyon olasılığı vardır. Değişik bir ifade ile piyasa koşulları ve bu tür etkenler bir hisse senedinin piyasa değeri ile gerçek değeri arasında sapmalara neden olabilir. Bu durumda bir şirketin piyasa değerini, birleşmek amacıyla taraflar arasında üzerinde anlaşmaya varılan değer olarak yorumlanabilir.[21]

2.2.2.3. Özkaynak Yöntemi

Bir şirketin özkaynakları, şirketin varlıkları, karlılık durumu, dağıtılan kar payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanmaktadır. Bir şirketin özkaynakları, piyasa değerine oranla daha az değişen bir değerdir. Dolayısıyla bir şirketin özkaynakları, zaman zaman piyasa değerinden düşük olabilir.

Uygulamada bir şirketin en yüksek değeri işleyen teşebbüs değeridir. Daha sonra defter ve tasfiye değerleri gelmektedir. Teoride tam rekabet koşullarının varlığında şirketin gerçek değerinin, şirketin pazar değerine eşit olduğu kabul edilir.

[21] Yasemin Koç, **"Şirket Birleşmeleri ve Performans Değerlemesi"** Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 2003, s.52.

Ancak uygulamada tam rekabet koşullarının sağlandığı bir piyasadan söz etmek imkânsızdır.[22]

Birleşmelerde birleşecek şirkete önerilecek fiyat tasfiye değeri ile özkaynaklar arasında bir yerde olacaktır. Tasfiye değeri şirkete önerilecek en düşük değerdir. Çünkü şirkete bu değerin altında bir fiyat önerisinin kabul edilmesi olanaklı değildir. Aynı şekilde şirkete özkaynaklarının üstünde bir fiyat önerilmesi rasyonel bir davranış olmayacaktır. Şirketlerin kaynaklarını en iyi şekilde kullanabilmeleri ve iyi bir yatırım kararı vermeleri açısından birleşilecek şirketin özkaynaklarının araştırılması gerekmektedir.[23]

2.2.2.4. Net Aktif Değeri Yöntemi

Net aktif değer, en basit şekilde varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarı olarak tanımlanabilir. Varlıkların elde tutulmayıp, normal koşullar altında satılmaları durumunda sağlanacak gelirlerden, yapılan giderlerin çıkarılması ile net aktif değere ulaşılmaktadır. Diğer bir anlatımla, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunmaktadır. Bu yöntem değişik terimlerle de ifade edilmektedir. Birinci ya da ikincil piyasalarda satış değeri, yeniden inşa değeri, üretim değeri, satın alma değeri bu terimlerden başlıcalarıdır. Bu açıdan, net aktif değerinin hesaplanması, gerek bu tür mallara en uyumlu yöntemin seçimi, gerekse yöntemin kullanımı ve mal ve borçların gerçekliğinin kontrol edilmesi için birçok uzmana başvurulmasını gerektirmektedir.

Net aktif değerin hesaplanması, aynı zamanda bilânçoda kayıtlı olmayıp değere etkide bulunabilecek bütün faktörlerin araştırılmasını da zorunlu kılmaktadır. Uygulamada, bir şirketi satın alan girişimci, kendisi açısından şirketin değerinin faaliyet durumunda aynı aktif kalemlerinin satın alınması halinde kendisine ne kadara mal olacağını hesaplamaktadır. Satın alan girişimci, kontrolünü ele alacağı

[22] Yılmaz Güzey, "**Şirket Birleşmeleri Örgütsel Yapı Değişiklikleri ve Getirebileceği Sorunlar ve Önlemler",** İstanbul Üniversitesi S.B.E. Basılmamış Doktora Tezi, İstanbul 1995, s.70.
[23] Çelik, a.g.e. s.84.

şirketin envanterine özel bir dikkat yöneltmektedir. Ancak, bu durum net aktif değerinin ölçülmesi işleminin objektifliğinin göreceli olduğu gerçeğini gizlememelidir.

Şirketin işleyen değerini (faaliyette bulunmasını) hesaba katmadığı için net aktif değer yöntemi, karlı şirketler için düşük değer tespitine neden olabilir. Net aktif değer, fırsat maliyetlerini göz önüne alan bir yöntemdir. Fırsat maliyeti, varlıkların elde tutulmayıp normal koşullar altında satılmaları halinde elde edilecek gelirden yapılan masrafların çıkarılması ile bulunan net tutardır. Ayrıca net aktif değer tespiti yapılırken bazı malların değerinin tespitinin çok güç olduğu görülmektedir. Örneğin, işletmenin sahip olduğu özel, pahalı ve uzmanlık gerektiren makine ve teçhizatın başka hiç bir kişi ve kurumda bulunmaması durumunda, bu varlıkların piyasa fiyatı olmayacağından değerinin tespiti de sübjektif olarak yapılacaktır. Değerlemede rol oynayan faktörler arasında kaçınılmaz bir şekilde ortaya çıkan görüş ayrılıkları, değişik mallar için birçok değerin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle, net aktif değerinin belirlenmesi, sonuç olarak değerlemede rol alan uzmanlar ve ilgili şirketlerin yönetimleri arasındaki uzlaşmanın sonucu olacaktır. Net aktif değerinin gerçek tanımı öncelikle şirketin "envanter değeri"dir. Diğer taraftan, net aktif değerinin gerçek anlamda ne servet değeri, ne tasfiye değeri, ne beklenen gelirlerin kapitilizasyonu, ne faaliyet değeri ve ne de yeniden inşa değeri olduğu hususu dikkate alınmalıdır. Net aktif değeri yaklaşımı, yatırım ve gayrimenkul şirketleri için uygun bir değerleme yöntemi olarak görülebilir. Ticaretle uğraşan şirketlerin değerlemesinde ise bazı sınırlamalara sahiptir.

2.2.2.5. Tasfiye Değeri Yöntemi

Tasfiye değeri, iradi ya da mecburi bir tasfiye düşünülüp düşünülmediğine göre farklılık göstermektedir. Zira bu durumlarda tasfiyenin az çok zor şartlarda gerçekleştirilmesi söz konusudur. İradi tasfiye, her aktif kalemi için en iyi fiyatın elde edilmesi amacıyla aktif varlıkların makul bir süre zarfında satılmasıdır. Mecburi tasfiyede ise, aktif varlıklar mümkün olduğunca çabuk bir şekilde, çoğunlukla bir seferlik açık artırmada satılmaktadır.

Tasfiye değeri, faaliyetin kesin bir şekilde durdurulması durumunda şirketin değeridir. Tasfiye değerini hesaplarken, şirketin tasfiyesiyle ilgili bütün maliyetleri dikkate almak gerekmektedir. Bu maliyetler, normal olarak komisyonları, tasfiye sonuçlanıncaya kadar şirketin varlığının sürdürülmesi için katlanılan idari giderler, vergiler ve yasal ve muhasebe giderleridir. Tasfiye değeri, bu şartlarda aktiflerin satışından elde edilen bedelden borçların, değişik komisyon ödemelerinin, işsizlik tazminatlarının ve değer artışları nedeniyle ödenen vergilerin düşülmesiyle bulunan tutara karşılık gelmektedir. Eğer araç-gereçler ikinci el piyasasında satılamazsa en marjinal tasarruf değeri olarak nitelendirilebilecek kasa değerine ulaşılmaktadır. Bazı analistlere göre, tasfiye değeri şirketin asgari değeridir. Bu tam olarak doğru değildir.

Şirketlerin birleşme durumlarında, genellikle, tasfiye değerinin önemli bir rolü olmamaktadır. Az karşılaşılmakla birlikte, işleyen bir teşebbüs olarak şirketin pazar değerinin tasfiye değerinden düşük olması durumlarında önemli olabilir. Böyle durumlarda tasfiye değerinin birleşme koşullarını etkilemesi doğal olacaktır.[24]

2.2.2.6. Yeniden Yapma Değeri Yöntemi

Kurulu bir tesisin yeni baştan inşa edilebilmesi için yapılacak harcamaların toplamı yeniden yapma değeri olarak ifade edilmektedir. Diğer bir ifade ile değerlemeye konu tesisin değerleme tarihinde, bütün özellikleri ile özdeş olduğu bir tesisi elde etmenin maliyetidir. Yeniden yapma değerinde fiziksel özelliklerin benzer olması gerekmektedir. Satış fiyatlarının devlet tarafından belirlendiği elektrik, doğal gaz, su ve kanalizasyon hizmetleri gibi hizmetlerin sağlandığı işletmelerde şirket değerinin tespitinde genelde dikkate alınan bir yöntemdir.

[24] Gönenli, a.g.e. s.578.

2.2.2.7. Emsal Değeri Yöntemi

Emsal değer (benzer alım satımlar), gerçek bedeli bilinmeyen veya bilinemeyen bir varlığın, satılması durumunda benzerlerine göre sahip olacağı değer olarak tanımlanabilir. Değerlenecek varlığa emsal teşkil edecek benzer bir varlığın piyasada alınıp satılması durumunda, piyasada oluşan değer temel alınarak bir değer tespiti yapılabilir. Tespit edilen değer emsal değer olarak adlandırılmaktadır. Emsal değer yöntemi daha çok gayrimenkullerin alınıp satılmasında kullanılan bir yöntemdir. Emsal değere göre bir bina ya da arsanın değeri, binanın ya da arsaya emsal teşkil edebilecek, çevresinde bulunan benzer bina ve arsaların en son alım satım fiyatları dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Şirket değerinin tespit edilmesinde ise, aynı sektörde benzer faaliyetlerde bulunan, yapıları itibariyle birbirine benzeyen ve daha önce alım satımı yapılmış olan şirketler için bir kriterin belirlenmesi ile değer tespiti yapılabilmektedir.

2.2.2.8. Ekspertiz Değeri Yöntemi

Eksper, bilgi ve uzmanlığı nedeniyle görüşüne başvurulan kişidir. Değer tespitine konu varlığın rayiç değerin eksperler tarafından tespit edilmesinde ulaşılan değer, ekspertiz değerdir. Şirket açısından ekspertiz değer, sabit varlıkların piyasa fiyatları ile elden çıkarılması halinde elde edilecek değerdir. Ekspertiz değeri yöntemi şirketin piyasa durumunu, ürünlerini veya yönetimin becerilerini dikkate almaz. Bu yöntem daha çok varlık satışı olduğunda başvurulmaktadır. Değer kavramının sübjektifliği ve her varlığa ayrı ayrı değer biçilmesindeki güçlük, yöntemin uygulanmasını zorlaştırmaktadır.

Ekspertiz değerinin diğer bir tanımı; "Şirket varlıklarının, ilgili uzmanlar tarafından varlıkların yaşları, kapasiteleri, teknolojileri, benzer varlıkların piyasa değerleri gibi faktörler göz önüne alınarak belirlenen değerdir" şeklinde tanımlanmıştır. Ekspertiz değeri yöntemi Özelleştirme Kanunu'nda bir değerleme yöntemi olarak belirtilmiş olmasına rağmen, kendi başına bir değerleme yöntemi olmaktan çok değerleme yöntemlerinde kullanılan bir araçtır. Özellikle miras

paylaşımlarında binaların ve arsaların değerinin mahkeme tarafından eksperlere tespit ettirilmesi söz konusu olabilir. Burada kullanılan değer eksperlerin tahmin etmiş oldukları değer olmaktadır.

2.2.2.9. Defter Değeri Yöntemi

Defter değeri (muhasebe değeri), belirli bir tarihte, tarihi değerle kayıtlı varlıkların muhasebe kayıtlarına göre belirlenmiş değeridir. Bu değer, bilânço kalemleri kullanılarak hesaplanmaktadır. Değişik muhasebe tekniklerinin kullanılması sonucu varlıkların defter değerleri farklı olacaktır. Örneğin, kur farkları aktifleştirilerek yatırımlara dâhil edilebileceği gibi, giderleştirilerek gelir tablosuna da yansıtılabilir. Böyle bir durumda varlıkların defter değeri farklı olacaktır. Hisse senetlerinin defter değeri, özsermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilir ve çoğunlukla hisse senetlerinin kayıtlı değerinden farklıdır. Defter değerine özsermaye değeri de denilmektedir.

Defter değerinin diğer tanımı, "Şirketin defter değeri netleştirilmiş özkaynak değeridir. Şirket varlıklarının defter değeri, varlıkların netleştirilmiş muhasebe değeridir" şeklinde tanımlanmıştır.

Defter değeri ile piyasa değeri; enflasyon, demode olma ve işletme sermayesi gibi nedenlerden dolayı farklı olabilmektedir. Örneğin, 1991 yılı sonunda Microsoft Şirketinin piyasa değeri defter değerinin 10 katından fazla gerçekleşmiştir. Şirketin varlıklarının piyasada ticareti yoksa veya teknolojik gelişmeler sonucu demode olma söz konusu ise, bu varlıkların piyasa değerinin tespiti güçleşecektir.

AT&T' nin teknolojik gelişmeler sonucu bakır telefon hatları yerine dijital telefon hatları kullanmaya başlaması sonucu bakır telefon hatları değerini yitirmiş ve şirketin defter değeri piyasa değerinden yüksek çıkmıştır. Enflasyon ile demode olma faktörleri ters yönlü çalışmaktadırlar. Enflasyon varlıkların nominal değerini artırırken, teknolojik eskimeler değerin düşmesine neden olmaktadır.

Borsa değerinin defter değerinden düşük olması, dağıtılmamış karların verimli kullanılmadığının bir göstergesidir. Defter değeri, birleşme ve şirketin blok şeklinde satın alınmasında önem kazanan bir yöntemdir. Defter değeri, yüksek enflasyon olan ülkelerde önemi olmayan, sadece şirketin en düşük değeri konusunda fikir veren bir değerdir.

2.2.2.10. Şirket Değeri / Satışlar Yöntemi

Şirket Değeri / Satışlar yöntemi özellikle perakendecilik sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin değerlemesinde yaygın olarak kullanılmaktadır. Zarar beyan eden ve özsermayesi eksi olan şirketler için Fiyat / Kazanç oranı ve Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı çarpanlarının kullanılması olası değildir. Bu tip şirketler için Şirket Değeri / Satışlar çarpanı yardımıyla yapılan hesaplamalar anlamlı değerler üretilmesine yardımcı olmaktadır.[25]

Şirket Değeri / Satışlar yönteminin en önemli avantajı, şirketlerin en istikralı, negatif olması mümkün olmayan ve muhasebe yöntemlerinden etkilenmeyen kalem olan satış rakamlarını göz önünde bulundurmasıdır. Bu oranın zayıf yanı ise üretim maliyetlerinin problem olduğu şirketlerde maliyetin kontrolü sırasında yaşanmaktadır. Böyle durumlarda kazanç ve kar azalmasına rağmen satış gelirleri aynı kalabilmektedir. Maliyetin arttığı ve kar marjlarının azaldığı durumlarda bu oran şirketin diğer şirketlerle karşılaştırılmasında yanıltıcı sonuçlar verebilmektedir.

2.2.2.11. Hisse Başına Kazançlar Yaklaşımı

Bir şirketin hayat süresi sonsuz olduğu düşünüldüğünde her yıl için nakit akışlarını tahmin etmek imkansızdır. Bu durumda basitleştirici bazı varsayımlardan hareket etmek gerekmektedir. Örneğin, şirketin sağlayabileceği nakit girişleri, belirli bir dönem için, tahmin edilerek bu dönem sonunda nakit girişlerin sabit bir oranda

[25] Hünkar İvgen, **Şirket Değerleme**, İstanbul, Finnet Yayınları, 2003, s.133.

büyüyeceği varsayılabilir ya da belirli bir dönem sonunda nakit girişlerinde herhangi bir büyüme olmayacağı düşünülebilir.

Şirket değerinin belirlenmesinde en çok kullanılan ve en eski yöntemlerden biri hisse senedi başına düşen gelirden (HBG) hareketle şirket değerinin saptanmasıdır.[26]

Hisse başına düşen gelirden faydalanılarak bir şirketin değerinin belirlenmesinde başlıca iki uygulama bulunmaktadır:[27]

- Şirketin en son yıla ait cari gelir rakamının kullanılarak hisse başına gelirin bulunması,
- Cari gelir yerine gelecekte elde edilmesi beklenen yıllık ortalama gelir rakamının tahmin edilmesi.

2.3. BİRLEŞME SÜRECİNDE DEĞERLEME UYGULAMASI

Şirketlerin değerinin belirlenmesinde bir takım varsayımlar yapılmaktadır. Yapılan bu varsayımlar şirketlerin geçmiş verileri ve gelecekteki faaliyetlerine ilişkin tahminlere dayanmaktadır.

2.3.1. Nakit Akımlarının Belirlenmesi

Nakit akımlarının hesaplanmasında öncelikle şirketlerin cari yıl ve geçmiş yıllar nakit akımları hesaplanmalıdır.

[26] Gönenli, a.g.e. s.170.
[27] Gönenli, a.g.e. s.170.

2.3.1.1. Cari Yıl Nakit Akımları

Birleşecek şirketin gelecekteki nakit akışlarını kesin olarak bilmek imkansız olsa bile hata payını minimum yapacak tahminler yapılabilmektedir. Nakit akışlarının tahmininde, alıcı şirketin satıcı şirketi ayrı bir birim olarak faaliyetlerine devam edecek bir şirket olarak düşünmesi, olayı kolaylaştırması açısından faydalı olacaktır. Diğer bir deyişle, birleşmeden dolayı kazanç gücünde oluşacak herhangi bir artışı dikkate almamalıdır. Ancak birleşmeden dolayı sağlanabilecek ilave güç, satıcı şirkete ödenecek nihai fiyatın belirlenmesinde dikkate alınmalıdır. Birleşmenin sağlayabileceği artan nakit girişlerinin ilk aşamada ele alınmasının nedeni, değerlemenin daha karmaşık hale geleceği düşüncesidir. Değerlendirme yapmada, ortam uygun olduğu takdirde, iki şirketin birleşmesiyle sağlanabilecek ilave nakit girişlerinin de tahmin edilmesine çalışılması uygun olabilir.[28]

2.3.1.2. Geçmiş Yıllardaki Nakit Akımları

Nakit akışlarının belirlenmesinde, satıcı işletmenin geçmişteki kazançları analiz edilmelidir. Çünkü önceki ve cari yıllardaki işletmenin başarısı, gelecek yıllardaki başarısının en önemli göstergesidir. 3-10 yıllık gelirleri ya da ekonomik bakımdan normal sayılan daha az sayıdaki yılların gelirleri baz olarak ele alınabilir. Baz olarak alınacak devrenin, veriler elde edilebiliyorsa, 10 yıllık dönemi kapsaması durumunda daha isabetli kararlar alınabilmesine rağmen, uygulamada 3-5 yıllık dönemler olması yeterli görülmektedir.[29]

Geçmiş gelirlerde yapılması gereken diğer bir düzeltme de enflasyonun ya da deflasyonun etkisiyle cari rakamların gerçek durumu göstermemesidir. Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde şirketlerin faaliyet sonuçları yanıltıcı olacaktır.

[28] Nurhan Aydın, **Şirket Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği**, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayını, Ankara ,1990, s.54.
[29] Aydın, a.g.e. s.54.

Dolayısıyla, şirketle ilgili değerlendirmeler yapılırken bu durumun da göz önünde bulundurulması gerekir.[30]

Geçmiş gelirlerdeki yapılacak bu ayarlamalardan sonra, işletmelerin ortalama gelir seviyesi tespit edilebilir. Çeşitli ortalama alma yöntemleri olması nedeniyle, hangi yöntemin daha uygun olabileceği konusunda kesin bir durum söylenemez. Bununla birlikte, gelir akışları oldukça düzensiz olan işletmelerin ortalama gelir düzeyinin belirlenmesinde basit ortalama uygun olabilecektir. Gelir akımları gittikçe artan ya da azalan bir trend gösteriyorsa, ağırlıklı ortalama daha uygun olabilecektir.[31]

2.3.1.3. Şirketlerin Faaliyette Bulundukları Sektörün Analizi

Şirketlerin geçmiş nakit akımlarının analizi tamamlandıktan sonra, bu nakit akımlarının sektör ile karşılaştırılması gerekir. Bu karşılaştırma ile o şirketlerin sektör içindeki konumu ve başarısı hakkında daha iyi değerlendirmeler yapılabilir.[32] Sektör bazındaki karşılaştırmalarda toplam net yıllık satışlar, vergi öncesi karlar, kar marjları, aktiflerin karlılığı, alacakların ve stokların dönme çabukluğu ve benzer faktörler açısından analizler yapılmalıdır.

Örneğin, dönemsel hareketlerden oldukça fazla etkilenen bir sektörde faaliyet göstermesine rağmen, satıcı şirketin geçmiş gelirlerinde düzenli bir artış gözleniyorsa gelecekte de böyle bir artışın olabileceği yolunda tahminlerde bulunulabilir.

[30] Aydın, a.g.e. s.55.
[31] Aydın, a.g.e. s.55.
[32] Çelik, a.g.e. s.93.

2.3.1.4. Gelecekteki Nakit Akımları Tahmini

Satıcı şirketin ve faaliyette bulunulan sektörün analizi yapıldıktan sonra, gelecekteki gelirlerin tahmin edilmesine çalışılır.

Bir şirket için uzun dönemli bir planlama yapılırken, tahlil edilmesi gereken başlıca altı temel faktör vardır. Bunlar sırasıyla aşağıdaki gibidir.[33]

- Pazar-mevcut ve gelecekteki üretim çizgisi,
- Rekabet-mevcut ve gelecekteki rekabet ortamı ve rakip işletmelerin geçmiş başarısını, gelecekteki stratejisini değerlendirme,
- Ürün fiyatlarının ve maliyetlerin eğilimi,
- Şirketin ihtiyaçları-sermaye geliştirme, ilave masraflar, işgücü ihtiyaçları,
- Şirketin faaliyet sonuçları, başa baş noktası,
- Şirketin nakit akışları-geçmiş ve tahmin edilen vergi sonrası karları + amortisman ve nakit çıkışı gerektirmeyen giderler-stoklardaki artışlar, sermaye harcamaları, temettü ve diğer nakit ihtiyaçları.

Alıcı şirket, değerlendirme çalışmalarını yaparken çeşitli araçlardan faydalanmakla birlikte, bazı basitleştirici varsayımlara da başvurabilmektedir. Örneğin, nakit akışlarının yıldan yıla değişmeyeceği ya da belirli bir oranda büyüyeceği gibi.[34]

2.3.1.5. Iskonto Oranının Belirlenmesi

Çoğu şirkette nakit girişinin, belirli bir dönem boyunca artacağı düşüncesi hâkimdir. Normal bir şirkette nakit girişleri yıldan yıla belirli bir büyüme göstermelidir. Birleşmelerde de, buna benzer şekilde, gelecekteki nakit girişlerinde

[33] Volkan Sönmezsoy, "**Bir Büyüme Modeli Olarak Sermaye Şirketlerinde Birleşme- Devir İşlemleri ve Muhasebeleştirilmesi**" , Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, Marmara Üniversitesi SBE, 1997, s.21.

[34] Nurhan Aydın**, İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği,** Ankara, TOBB Yayını, 1990.

büyüme beklenir. Bu büyümenin yıllar itibarıyla sabit olmadığı durumlarda her yıl için beklenen nakit girişleri tahmin edilerek ıskonto edilmelidir.

2.3.1.6. Birleşme Görüşmelerinin Sınırları

Şirketler açısından birleşme koşulları karşılıklı görüşmelerle saptanacak olmakla birlikte bu görüşmeler belirli sınırlar içerisinde oluşacak, birleşme şartları ancak bu sınırlar arasında belirlenebilecektir.[35]

Karşılıklı görüşmelerde alıcı ve satıcı şirket açısından sınırların ne olabileceğini bir örnek ile açıklamaya çalışalım. Diyelim ki, A şirketi, B şirketini satın almayı tasarlamaktadır. Birleşmeden önce A şirketinin hisse başına pazar fiyatı şöyledir:

$$P_a = \frac{(P/E_a)\ Y_a}{N_a}$$

Burada P/Ea, A şirketinin fiyat/kazanç oranı, Ya bu şirketin toplam cari dönem net karını ve Na da tedavüldeki hisse senetlerinin sayısıdır. B şirketi için;

Hisse başına pazar fiyatı:

$$P_b = \frac{(P/E_b)\ Y_b}{N_b}$$

Birleşmeden sonra beklenen hisse başına pazar değeri:

$$P_{ab} = \frac{(P/E_{ab})\ (Y_a + Y_b)}{N_a + (ER)\ N_b}$$ olacaktır.

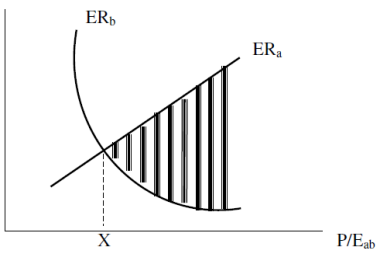
[35] Akgüç, a.g.e. s.757

Burada P/Eab, birleşmelerden sonraki beklenen fiyat/kazanç oranı ve ER ise, değişim oranı, yani her B şirketi hissesine karşılık verilen A şirketi hisselerinin sayısıdır. P/Eab için yürütülen tahminlerde beklenen herhangi bir sinerji etkisinin de hesaba katılması gerekir.

Eğer, birleşmelerden sonraki hisse başına pazar fiyatı, birleşmeden önce geçerli olan fiyattan daha düşükse, A şirketinin hissedarlarının durumdan hoşnut olmayacakları açıktır. Böylece, bu hissedarlar açısından teklif edilebilecek en yüksek değişim oranı Pab' nin Pa' ya eşit olduğu bir düzeyde olmalarıdır. A şirketi hissedarları için kabul edilebilecek en yüksek değişim oranı:

$$ER_a = \frac{(P/E_{ab})\ (Y_a + Y_b) - (P/E_a)\ (Y_a)}{(P/E_a)\ (Y_a)\ (1/N_a)\ (N_b)}$$

Bu değişim oranı ile birleşmeden sonraki beklenen hisse başına pazar fiyatı önceki hisse başına pazar fiyatının aynı olacaktır. Genellikle, birleşen şirketin fiyat/kazanç oranı P/Eab, kesin bir belirlilik derecesinde bilinmez. Sonuç olarak bir P/Eab alanı için A şirketi hissedarlarının kabul edebilecekleri en yüksek değişim oranı Şekil 2.1'de verilmiş olup, burada ERa'nın P/Eab'nin doğrusal bir fonksiyonu olduğu görülmektedir. P/Eab ne kadar büyük olursa, A şirketi hissedarları için kabul edilebilir en yüksek değişim oranı da, o kadar büyük olacaktır. Böylece, doğru üzerinde ya da altında kalan herhangi bir değişim oranı kabul edilebilir.



Şekil 2.1. Değişim Oranının Sınırları

Benzer bir yaklaşımla, B şirketi hissedarları için kabul edilebilecek en düşük değişim oranını da Şekil 2.1'de gösterildiği gibidir. Bu oranda, birleşmeden sonra

hissedarların pazar fiyatı, birleşmeden önceki pazar fiyatına eşit ya da Pab = Pb/ER olur.

B şirketinin ortaklarının kabul edebilecekleri en düşük değişme oranı aşağıdaki gibi formüle edilebilir:

$$ER_b = \frac{(P/E_b)\,(Y_b/N_b)\,(N_a)}{(P/E_{ab})\,(Y_a + Y_b) - (P/E_b)\,(Y_b)}$$

Burada ERb'nin P/Eab ile azalan bir oranda alçaldığı görülmektedir. Bu ilişki Şekil 2.1'de gösterilmiştir. B şirketi hissedarları sadece doğrunun üzerinde, ya da bunun üstündeki bir değişim oranını kabul edeceklerdir. Şekilde ortaya çıkan taranmış alan, değişim oranı üzerinde yapılacak görüşmelerin sınırını belirler. Bu türden bir bilgiye dayanarak, A şirketinin yönetim organı ERb doğrusuna en yakın bir değişim oranı üzerinden pazarlığa yanaşmalı, bu arada B şirketinin yönetim organı da ERa çizgisine yakın bir değişim oranını sağlamaya çalışılmalıdır. Şekilde gösterilen görüşme sınırına ilişkin koşullar verimli görüşmelere olanak sağlayacak alanı oluşturmaktadır.

III. BÖLÜM

ARÇELİK A.Ş. İLE GRUNDİG ELEKTRONİK A.Ş. BİRLEŞMESİ

3.1. ARÇELİK A.Ş. İLE GRUNDİG ELEKTRONİK A.Ş. DEĞERLEMESİ

Grundig Elektronik A.Ş. (Grundig) 16.09.1966 tarihinde Bekoteknik Sanayi A.Ş. unvanı ile ticaret siciline tescil edilmiş, faaliyet konusu özellikle televizyon, bilgisayar, yazar kasa ve çeşitli elektronik aletlerin üretimi, satışı, ihracat ve ithalatı ile ilgili tüm ticari ve endüstriyel faaliyetleri yürütmektir. Şirket, unvan değişikliğine giderek 09.04.2008 tarihinde Grundig Elektronik A.Ş. unvanı ile ticaret siciline tescil edilmiştir.

Grundig ile Arçelik A.Ş.'nin faaliyet konuları büyük ölçüde benzerlik göstermektedir. Hisseleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmekte olan her iki şirketin de hakim ortakları aynı kişilerden oluşmaktadır.

Arçelik A.Ş'nin Grundig'in çoğunluk hissesine sahip olmasından kaynaklanan ortaklık ilişkisinin yanı sıra, iki şirket arasında çok yakın bir ticari ilişki de söz konusudur. Grundig, Türkiye piyasasındaki satışlarının tamamını, toplam satışlarının ise yarısından fazlasını Arçelik A.Ş ve iştiraklerine yapmaktadır.

Ortaklık yapıları ve faaliyetleri benzer olan bu iki şirketin Arçelik A.Ş. bünyesinde birleşmesiyle ek tasarruf ve verimlilik artışı sağlanması amaçlanmaktadır. İki şirketin aynı tüzel kişilik altına girmesi ile faaliyet giderleri azalacak, aynı zamanda bilanço yönetiminde sağlanacak sinerji ile karlılık iyileşecektir. İçinde bulunduğumuz ekonomik ortamda, kuvvetli bir mali bünyeye sahip olmanın önemi daha da artmıştır. İki şirketin birleşmesi ile zor ekonomik koşullara daha dayanıklı, büyümeye elverişli ve daha sağlam bir mali yapı kurulmuş olacak, bu sayede daha elverişli finansman imkanları yaratılması mümkün hale gelecektir.

Öte yandan Grundig'in son yıllardaki finansal performansı, hakim ortak olarak Arçelik'in ve azınlık ortakların beklentilerini karşılayamamıştır. Birleşme vesilesi ile Grundig'in azınlık ortaklarına konsolide finansal performansı daha iyi olan Arçelik hissesi verilmesi suretiyle bu problem de çözülmüş olacaktır.

Grundig Elektronik A.Ş.'nin Arçelik A.Ş. bünyesine katılması amacı doğrultusunda toplanan her iki şirketin 27.02.2009 tarihli yönetim kurulu toplantılarında 31.12.2008 tarihli finansal tabloları esas alınarak birleşme işlemlerinin yerine getirilmesine karar verilmiştir.

3.1.1. Şirket Profili

Değerlemesi yapılan Arçelik A.Ş. ile Grundig Elektronik A.Ş.'nin şirket profilleri aşağıdaki gibidir.

3.1.1.1. Şirket Profili-Arçelik

Arçelik 1955 yılında Vehbi Koç tarafından Sütlüce'de kurulmuştur. Şirket'in Genel Müdürlüğü İstanbul'da yer almaktadır. Arçelik ev yaşamına yönelik dayanıklı tüketim ve tüketici elektroniği ürünleri, komponentleri, üretimi, pazarlama ve satış sonrası servis hizmeti vermektir.

Koç Holding, 6 Nisan 2009 tarihi itibariyle, Teknosan Büro Makina ve Levazımı Ticaret ve Sanayi şirketinin sahip olduğu 9.3 milyon lira nominal değerde Arçelik hissesini alarak, Arçelik sermayesindeki doğrudan iştirak payını %41.48'e yükseltmiştir. Arçelik'in halka açık hisselerinin %70'inden fazlasına yabancı yatırımcılar sahiptir.

Arçelik, Grundig'in hisselerinin %83.03'ünün sahibidir. Dolayısıyla, Grundig, Arçelik'in bağlı ortaklıkları arasındadır. Grundig yurtdışı operasyonları ve Beko Elektronik ise Grundig'in kendi bağlı ortaklıkları arasında yer almaktadır.

Arçelik, 4 ülkede bulunan 12 ayrı üretim tesisi, yurt dışında faaliyet gösteren 13 şirketi ve 10 markasıyla, 100'den fazla şehirde yer almaktadır. Arçelik'in faaliyetlerinin %50'si Türkiye pazarında, %50'si ise yurtdışı pazarlardadır.

Arçelik grup bünyesinde istihdam eden ortalama personel sayısı, 2007 yılında 17,328 iken, bu rakam 2008 yılı itibariyle 18,605 kişiye ulaşmıştır.

Arçelik 2008 yılında, 13 bölge yöneticiliğine bağlı 619 yetkili serviste, 5,600 adetlik araç parkıyla yaklaşık 6,000'i teknik olmak üzere 12,000 personel ile sahada hizmet vermiştir. Arçelik yetkili servisleri, Arçelik'in sahip olduğu markalara yılda yaklaşık 11 milyon servis hizmeti vermektedir.

Arçelik'in buzdolabı, çamaşır makinesi, bulaşık makinesi, fırın ve kurutucu olmak üzere 5 ana ürün grubu bulunmaktadır.

Şirket'in başlıca markaları "Arçelik" (Türkiye beyaz eşya sektöründe lider marka), "Blomberg" (Üst sınıf beyaz eşya markası), "Grundig" (Avrupa'nın önde gelen markalarından biri), "Beko", "Elektrabregenz" (Avusturya'nın güçlü ve saygın beyaz eşya markası), "Arctic" (Romanya beyaz eşya pazarının lider markası ve İngiltere'de solo pişiriciler pazarının lider markası), "Flavel" (İngiltere pazarının güçlü beyaz eşya markalarından biri), "Altus" (Tüketicilere uygun fiyat alternatifleri sunan beyaz eşya ve televizyon markası) ve "Artsil" (1,500'den fazla ürünlük geniş ürün gamı ile mobilya markası)'dir.

Arçelik 2004-2008 yılları arasında, adet bazında en fazla satış rakamına buzdolabı satışları ile ulaşmıştır.

Arçelik, 2008 yılında dünya çapında yaptığı satışların %50.5'ini Türkiye'de, %27.7'sini Batı Avrupa'da, %12.9'unu Bağımsız Devletler topluluğu ("BDT") ve Doğu Avrupa Ülkeleri'nde gerçekleştirmiştir. Arçelik, 2007 yılında ise yaptığı toplam satışlarının %51.8'ini Türkiye pazarında, %29.4'ünü ise Batı Avrupa pazarında gerçekleştirmiştir.

Arçelik'in bazı ülkelerdeki pazar payları şu şekildedir: İngiltere buzdolabı pazarında %15; Almanya bulaşık makinesi pazarında %5; Fransa, Belçika ve Avusturya fırın pazarlarında ise sırasıyla %4, %24 ve %7'dir. Orta Doğu ve Asya ülkelerine bakıldığında ise Arçelik'in pazar payı Gürcistan'da toplam %25, Kırgızistan ve Türkmenistan'da toplam %30, İsrail'de ise toplam %10'dur.

Arçelik, Türkiye LCD televizyon pazarında 2008 yılında %45'lik pazar payına ulaşarak pazar lideri olmuştur. Toplam televizyon pazarında ise %45.2 oranında pazar payı ile lider konumdadır. Klima pazarında %49'luk pazar payı ile liderliğini sürdüren Arçelik A.Ş, ankastre cihazlar pazarında da %27 ile pazar liderliğini devam ettirmiştir.

Arçelik'in, Türkiye'de, Buzdolabı İşletmesi (Eskişehir), Çamaşır Makinası İşletmesi (Tuzla), Bulaşık Makinesi İşletmesi (Ankara), Pişirici Cihazlar İşletmesi (Bolu), Çamaşır Kurutma Makinesi İşletmesi (Bolu, Tekirdağ), Elektrik Motorları İşletmesi (Tekirdağ), Kompresör İşletmesi (Eskişehir) olmak üzere 7 ayrı noktada, toplam 8 üretim tesisi bulunmaktadır. Ayrıca Romanya'da bir Soğutucu Cihazlar İşletmesi, Rusya'da Beko LLC Buzdolabı ve Çamaşır Makinesi Üretim Tesisi ve Çin'de Çamaşır Makinesi Üretim Tesisi bulunmaktadır.

Arçelik, 2010 yılında "Beko" markası ile global beyaz eşya pazarında %2 pazar payına ulaşmayı hedeflemektedir.

Son üç yılda Türkiye'de üretilen patentlerin %13'ü ve Türkiye'den Dünya Fikri Haklar Örgütü'ne (WIPO) yapılan uluslararası patent başvurularının %45'i Arçelik'e aittir.[1]

[1] http://www.arcelikas.com.tr/Cultures/tr-TR/YatirimciIliskileri/ImkbArcelik/?MENUID=2

3.1.1.2. Şirket Profili-Grundig Elektronik A.Ş.

Grundig Elektronik Anonim Şirketi 1966 yılı Eylül ayında, "Bekoteknik Sanayi A.Ş." adıyla, televizyon, video, bilgisayar, yazar kasa ve çeşitli elektronik ev aletlerinin imalatı ve satışı için İstanbul'da kurulmuştur. Şirket, 1996 yılına kadar Bekoteknik olan adını, 1996 yılında, "Beko Elektronik A.Ş." olarak değiştirmiştir. Şirket'in genel merkezi İstanbul'da yer almaktadır.

Beko Elektronik A.Ş., 2008 yılında global pazardaki konumunu daha da güçlendirmek amacıyla Alba şirketindeki %50 Grundig hissesini satın alarak, Grundig Multimedia B.V. Şirketi'nin ve Avrupa'nın iyi tanınan markalarından "Grundig" markasının tek sahibi olmuştur. Bu satın alma sürecini takiben "Beko Elektronik A.Ş." ismi "Grundig Elektronik A.Ş." olarak değişmiştir.

Grundig, hisseleri 1992 yılından beri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ("İMKB") işlem (Kaynak: Grundig web sitesi) görmektedir. 31 Aralık 2008 tarihi itibariyle, Grundig Elektronik'in halka açıklık oranı %11.32'dir.

Grunding, İstanbul Beylikdüzü'ndeki toplam 125 bin m2'lik tesislerinde, yurtiçi ve yurtdışı pazarlar için çeşitli tip ve modellerde CRT TV, LCD TV, PVR, Settopbox, yazarkasa, notebook, PC - monitör üretmektedir. Şirket Türkiye'nin en büyük elektronik üreticilerinden biridir.

Grundig, CRT TV'den LCD TV'ye dönüşüm nedeniyle, LCD TV üretim kapasitesini 2008 yılında 2007'ye göre %38 arttırarak 2,5 milyon adede yükseltmiştir. Bu kapasite artışı, tüm pazarda düşen CRT TV satışlarına paralel olarak, CRT TV üretim kapasitesinin, LCD TV üretim sistemlerine dönüştürülmesi ile sağlanmıştır.

Grundig'in ve bağlı ortaklıklarının 2007 yılı sonu itibariyle 2,637 olan toplam çalışan sayısı, 31 Aralık 2008 itibariyle 1,987'ye düşmüştür.

Üretimdeki otomasyon oranı %95'i bulan Grundig, Türkiye'de ve dünyada bilgisayar robotlu nihai ürün ambarlama ve yükleme tesisine ilk sahip olan televizyon üreticilerinden biridir.

2008 yılında toplam TV satışları, 2007 yılına göre, %27 oranında küçülürken; PC/Notebook satışları %13 oranında artmıştır. 2008 yılında Grundig Elektronik LCD TV satış adetlerini %36 artırarak 1.1 milyon adetten 1.5 milyon adete çıkarmıştır.

Grundig, ihracatının %99'luk kısmını Batı Avrupa'ya yapmaktadır. Şirket, LCD televizyondaki ana pazarı olan Batı Avrupa pazarında 2008 yılında, 2007 yılına göre, adet bazında %32, ciro bazında ise %15 büyüme gerçekleştirmiştir.

Grundig, 2008 yılında, Sony ile işbirliğine giderek Sony LCD TV'leri üretmeye başlamıştır.[2]

3.1.2. Endüstri Profili

1955 yılında Arçelik'in ilk işletmesi Sütlüce Fabrikası'nda faaliyete geçen beyaz eşya sektörü, sonraki yıllarda büyük gelişmeler göstererek ülke sanayinin önemli sektörlerinden biri olmuştur. İlk yerli çamaşır makinesi 1959, buzdolabı ise 1960 yılında aynı işletmede üretilmiştir.

Sektörün imalatı daha çok Marmara, Ege ve Orta Anadolu'da yoğunlaşmıştır. Başlıca fabrikalar İstanbul, Manisa, Eskişehir, Bolu, Bursa, İzmir, Ankara, Kocaeli, Yalova, Kayseri, Konya ve Bilecik'te yer almaktadır.

[2] http://www.arcelikas.com.tr/Cultures/tr-TR/YatirimciIliskileri/ImkbArcelik/?MENUID=2

Türkiye beyaz eşya sektöründe ellinin üzerinde orta ölçekli imalatçı ve büyük üreticinin yanı sıra beş yüzü aşkın aksam ve parça imalatçısı bulunmaktadır. Beyaz eşya sektöründe faaliyet gösteren ve 2007 yılı Türkiye'nin ilk 500 büyük sanayi kuruluşu listesinde yer alan şirketler ise Arçelik A.Ş. (7.sırada), BSH Ev Aletleri ve Sanayi A.Ş. (2. sırada), Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Tic. A.Ş. (30.sırada), Indesit Beyaz Eşya Sanayi ve Tic. A.Ş. (146.sırada) ve Kumtel Dayanıklı Tüketim Malları Plastik San. ve Tic. A.Ş. (397.sırada)'dir.

Dünya global beyaz eşya pazarının 2008 yılı itibariyle büyüklüğü 138 milyar ABD Doları'dır. Türkiye beyaz eşya pazarı ise, 2008 yılı itibariyle 2,2 milyar ABD Doları seviyesindedir.

Beyaz eşya sanayisinin 2007 yılı toplam ihracat rakamı 2,8 milyar dolara ulaşmıştır. 2006 yılı ihracat rakamıyla karşılaştırıldığında, sektörün toplam ihracatının 2007 yılında %19.5 oranında arttığı gözlemlenmektedir.

Türk beyaz eşya sektörü son 10 yılda ihracata yönelik çabalarını yoğunlaştırmıştır. Yıllara göre adet bazında gerçekleşen 4 büyük beyaz eşya çeşidindeki ihracat rakamları artış eğilimi göstermektedir.

2003-2007 yılları arasında adet bazında en fazla ihracat buzdolabı ile yapılmıştır. Buzdolabı ihracatının ABD doları bazında 2005, 2006 ve 2007 yıllarında gerçekleşen değerleri ise sırasıyla 647, 772 ve 755 milyon ABD Doları'dır.

Beyaz eşya ihracatında ilk sırada yer alan 14 ülkenin 10 tanesi Avrupa Birliği ("AB") üyesi ülkelerdir. 2007 yılında en fazla ihracat, 94 milyon ABD Doları tutarındaki buzdolabı ihracatı ve 63 milyon tutarındaki ABD Doları çamaşır makinesi ihracatı olmak üzere toplam 340 milyon ABD Doları ile İngiltere'ye yapılmıştır. İngiltere'den sonra en fazla beyaz eşya ihracatı yapılan ülke ise Fransa ve Almanya'dır.

Türkiye'nin 2007 yılında yaptığı beyaz eşya ithalatının toplam tutarı 826 milyon ABD Dolar'ıdır. Bu tutar içindeki en yüksek payı %35 oranı ile Çin alırken, bu oranı %11 ile İtalya ve %10 ile Almanya takip etmiştir.

Elektrik elektronik sektörünün üretim ve ihracatı içerisinde önemli yer tutan beyaz eşya ürünleri dışında, televizyon üretim ve ihracatı da son yıllarda sektör içerisindeki lokomotif konumunu sürdürmektedir.

TV ihracatı, 2007 yılında 2,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve 9,6 milyar dolarlık elektrik-elektronik sektörü ihracatı içerisinde % 23,69 paya sahip olmuştur.

2007 yılı TV ihracatının %91'i AB ülkelerine yapılmış olup, bu ülkeler arasında üst sıralarda İngiltere, Almanya, İspanya, Fransa ve Hollanda yer almaktadır.

3.1.3. Arçelik A.Ş. ve Grundig Elektronik A.Ş. Değerlemesi

Birleşmeye konu şirketlerin indirgenmiş nakit analizi, piyasa çarpanları ve özkaynak yöntemlerine göre değerlemesi yapılmıştır.

3.1.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Değer gelecek döneme yöneliktir ve değerleme için teorik olarak izlenmesi gereken metot gelecekteki potansiyel kazançların dikkate alınmasıdır.

İNA metodunda, tahmini nakit akımları bugünkü değerine indirgenmektedir; böylelikle işletmenin nakit akımının bugünkü net değeri elde edilir. Tahmini dönemin sonundaki nihai değer belirlenir ve işletmenin toplam değerini vermesi için belirlenen nihai değer de değerleme gününe indirgenir.

İNA analizinde, tahmini dönem işletmenin istikrarlı kazanç seviyesine ulaşmasına imkan tanıyacak uzunlukta olmalıdır ya da konjonktürel endüstrilerde

komple işletme dönemini yansıtacak şekilde olmalıdır. Genellikle 5 yıllık bir tahmini dönem gerekir, ancak bu endüstri ve sektöre göre değişkenlik gösterebilir.

Gelecek yıllardaki nakit akımının indirgendiği oran ("İndirgeme Oranı") nakit akımlarının zaman değerini gösterdiği gibi işletmenin gelecek operasyon risklerini de yansıtmalıdır. İNA'nın mantıklı bir değerleme figürü üretebilmesi için, söz konusu nakit akımı tahminlerinin kalitesi çok önemlidir.

Genellikle kullanılan indirgeme oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti olup ("WACC"), bu oran mevcut borçlanma yapısına karşılık istenilen/hedeflenen finanse etme yapısını gösterir. Bu indirgeme oranı borçtan arındırılmış nakit akımına uygulanır ve işletmenin değeri bulunur.

Nihai değeri hesaplarken, şirketin tahmini dönem sonrasındaki büyüme potansiyeline dikkat etmek gerekir. Nihai değer hesaplanma yöntemlerinden biri olan sabit büyüme modelinde, tahmini dönemin en son yılında beklenen nakit akımına daha sonraki yıllar için sabit büyüme seviyesi uygulanarak bu büyüme oranının nihai olarak devam ettiği farz edilir.

3.1.3.2. Piyasa Çarpanları Analizi

Kazanç temel alınan bir yaklaşım, bir işletme için gelecek dönemlerde sürdürülebilir düzeyde bir kazanç ("sürdürülebilir kazanç") öngörür ve bu kazançlara uygun çarpanları uygulayarak işletmeye biçilen değere ulaşır. Çarpanların genellikle uygulandığı kazanç temelleri arasında Satış Gelirleri, Vergi Amortisman Faiz Öncesi Kar ("VAFÖK") ve Vergi Faiz Öncesi Kar ("VFÖK") bulunmaktadır.

Değerlemesi yapılan işletmenin sürdürülebilir kazançlarını gözden geçirirken, dikkate alınacak olan faktörler arasında, işletmenin geçmiş performansının beklenen düzeyde gelecek işletme performansını yansıtması gerekliliği bulunmaktadır. Bu gereklilik, özellikle gelişme durumunda veya işletme ortamında önemli değişiklikler

yapıldığında veya ele alınan işletmenin dönemsel faaliyet gerçekleştirmesi durumunda da geçerlidir.

Kazanç temelli değerlemede uygulanan çarpanlar genellikle, değerlemesi yapılan şirketin özellikleri gözden geçirilip gerekli düzeltmeler yapıldıktan sonra, benzer sektörde halka açık şirketlerden ve yakın dönemde gerçekleşmiş işlemlerden alınan bilgilere dayanır. Borsada işlem gören karşılaştırabilir şirketlerden alınan çarpanlar genellikle az sayıda hisselerin alım satımlarından yansıyan hisse senedi fiyatına dayanır ve genellikle azınlık indirgemeyi yansıtırlar. Buna göre, bir şirketin tamamını (%100) değerlerken, yakın zamanda gerçekleşmiş, kontrol hisse priminin ve talep genişliğinin yansıtıldığı, birleşme ve satın almalarda elde edilmiş çarpanlara da başvurulur.

3.1.3.3. Özkaynak Yöntemi Analizi

Şirketler'in değerleme tarihi itibariyle hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında belirtilen defter değeri, özkaynak tutarıdır.

Şirketler'in sadece o zaman dilimi itibariyle kayıtlı özkaynak değerini gösterir, pazar payı, dağıtım ağı, gelecek potansiyeli gibi kayıtlarda yansıtılmayan değerleri dikkate almamaktadır.

Arçelik ve Grundig'in özkaynak metodolojisine göre değerlemeleri SPK'nın birleşmelerle ilgili Seri I No.31 sayılı tebliği doğrultusunda uygulanmıştır.

3.1.3.4. İndirgeme Oranı – WACC

İndirgeme oranını belirlemek için aşağıda gösterilen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) metodu kullanılmıştır.

WACC = Ke * (E / (D + E)) + Kd * (1- T) * (D / (D + E))

Ke = Özsermaye Maliyeti

E = Özsermayenin Piyasa Değeri

Kd = Borç Maliyeti

D = Borcun Piyasa Değeri

T = Kurumlar Vergisi Oranı

Özsermaye maliyeti, sabit kıymetler fiyatlandırma modeli kullanılarak aşağıdaki gibi elde edilir.

Ke = $Rf + \beta^* (Rm - Rf) + \alpha$

Rf = Risksiz varlıklardan gelen bugünkü getiri

Rm = Beklenen ortalama piyasa getirisi

Rm – Rf = Bir piyasa aktif portföyünün kazandığı, risksiz faiz oranı üzerindeki ortamla risk primi

β = Bir aktifin tamamı riskli aktifler portföyüne kıyasla, sistematik riskin ölçümü olan beta çarpanı

α = Şirkete özgü risk çarpanları

3.1.4. Değerleme Sonuçları

Değerlemesi yapılan şirketlerin değerleme sonuçları aşağıdaki gibidir.

3.1.4.1. Arçelik A.Ş. Değerleme Sonuçları

Belirlenen üç yönteme göre Arçelik A.Ş. değerleme sonuçları aşağıdaki gibidir.

3.1.4.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemine Göre

Özsermaye Maliyeti Risksiz Faiz Oranı

- Risksiz faiz oranı, Türkiye 2034 Vadeli Eurobond Getiri Oranı referans alınarak belirlenmiştir. Arçelik'in değerlemesinde kullanılan risksiz faiz oranı olan Türkiye 2034 Vadeli Eurobond Getiri Oranı, Değerleme Tarihi itibariyle %8.901'dir. (Kaynak: 31 Aralık 2008 tarihli Bankacılık Düzenleme ve

Denetleme Kurumu ("BDDK") veri tabanı). 2009 yılı için risksiz faiz oranı olarak kullanılan %8.94 getiri oranının üzerine, ülke risk faktörünü de göz önüne alınarak, %5.40'lık ülke primi eklenmesiyle toplam %14.34'e ulaşılmıştır. Ülke primi Türkiye Eurobond spread'i göz önüne alınarak, BDDK veri tabanından alınmıştır. Arçelik'in değerlemesinde kullanılan risksiz faiz oranı 2009-2013 tahmini dönemi için sırasıyla %14.3, %13.3, %12.3, %10.3 ve %8.3 olarak alınmıştır.

Özsermaye Piyasa Risk Primi

- Özsermaye piyasa risk primi, Ibbotson Associates'in, geçmiş özsermaye risk primi, geleceğe yönelik prim tahminleri, ve güncel akademik çalışmaları temel alınarak hesaplanmıştır ve %5.5 özsermaye piyasa risk primi uygulanmıştır.

Beta

- Arçelik'e uygun beta çarpanını belirlemek için, Arçelik'in piyasada kullanılan beta değeri olan 0.96, seçilen aktif beta olarak kullanılmıştır.

- Piyasada gözlemlenen betalar gerçek finansal yapıyı yansıtmaktadır. Bir şirketin İNA analizini yaparken, piyasada gözlemlenen betanın finansal yapı üzerindeki etkisi için önce borcun özsermayeye olan oranı ile çarpılıp vergiden arındırılması gerekir; sonra da hedef şirketin borcunun özsermayeye olan oranı temel alınan aktif betasının borcun özsermayeye olan oranı ile çarpılıp vergiden arındırılmalıdır.

- Arçelik'in özel karakteristiklerinden yola çıkarak, en uygun sermaye yapısı olarak borcun özsermayeye oranının, Arçelik'in özkaynakları tutarını etkileyen sermaye artışlarını ve sahip olduğu net finansal borçlarını da göz önünde bulundurarak, %118 olduğu varsayılmış ve analizde kullanılmak üzere 1.87 betaya ulaşılmıştır.

Arçelik'e Özgü Risk Unsurları

- Arçelik'e özgü risk priminin özsermaye indirgeme oranına eklenmesiyle sonuçlanan, Arçelik'e özel hususlar bulunmaktadır. Bu hususlar aşağıda sıralanmıştır:

    - Arçelik'in ihracat satışları ve ortaya çıkan kur riski;
    - tahmini mali tablolar üzerindeki belirsizlikler;
    - sektördeki rekabetin artma riski.

- Yukarıdaki faktörleri göz önünde bulundurarak, 2009-2013 tahmin edilen beş yıllık dönem için, şirkete özgü risk çarpanı olarak %1.0 oranı uygulanmıştır.

Sonuç

- Yukarıdaki çarpanların kullanılması, 2009-2013 beş yıllık projeksiyon dönemi için yaklaşık sırasıyla %25.6, %24.6, %23.6, %21.6, %19.6 özsermaye maliyet oranıyla sonuçlanmıştır. Özsermaye maliyet hesaplamasında kullanılan yöntem ile ilgili bilgiler aşağıdaki tablodadır.

Tablo 3.1. Özsermaye Maliyeti Hesaplaması

Özsermaye Maliyeti Hesaplaması					
	2009	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Seçilen Aktif Betası	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96
Borcun Özsermaye Piyasa Değerine Oranı	118%	118%	118%	118%	118%
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergiden Arındırılmış Seçilen Aktif Betanın Borcun Özsermaye Piyasa Değerine Oranı ile Çarpımı	1.87	1.87	1.87	1.87	1.87
Riskten Arındırılmış Oran	14.3%	13.3%	12.3%	10.3%	8.3%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Özsermaye Maliyeti	**25.6%**	**24.6%**	**23.6%**	**21.6%**	**19.6%**

Vergi

- WACC hesaplamasında, Kurumlar Vergisi Kanunu doğrultusunda, %20 vergi oranını kullanılmıştır.

Borç maliyeti

- Arçelik'in borçlanmasının %60'ının TL, %40'ının ise yabancı para birimleri bazında olduğu düşünülerek TL bazında borçlanmanın TL bazlı LIBOR oranı üzerine %1.5 prim eklenerek bulunmuştur. İncelememizin TL bazlı olduğunu göz önüne alarak, 2009 yılı için, TL bazlı LIBOR oranı üzerine %1.5'lik prim eklenmiş, 2009-2013 tahmini dönem boyunca ise sırasıyla %15.5, %14.5, %13.5, %11.5 ve %9.5 borç alma oranları bulunmuştur. Sonuç olarak Arçelik için aşağıdaki tabloda görülen borç maliyeti hesaplanmıştır.

Tablo 3.2. Borç Maliyeti Hesaplaması

Borç Maliyeti Hesaplaması					
	2009	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Borç Alma Oranı	15.5%	14.5%	13.5%	11.5%	9.5%
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	**12.4%**	**11.6%**	**10.8%**	**9.2%**	**7.6%**

Kaynak: Şirket Yönetimi

Hesaplanmış İndirgeme Oranı

- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("WACC"), bir şirketin borç ve özsermaye maliyetinin finanse edilişinin, şirketin hedeflediği sermaye yapısındaki borç ve özsermayenin yüzdesiyle ağırlıklandırılarak ölçülür. WACC'in temel alındığı

indirgeme oranı, mevcut borçtan arındırılmış nakit akımlarını ve nihai değeri bugünkü değerine getirmek için kullanılmıştır. Arçelik'in tahmin edilen gelecek

nakit akımlarını bugünkü değerlerine indirgemek için aşağıdaki tabloda gösterilen değişken indirgeme oranları kullanılmıştır.

Tablo 3.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti						
		2009	2010	2011	2012	2013
Borç	54.2%	6.7%	6.3%	5.9%	5.0%	4.1%
Özsermaye	45.8%	11.7%	11.3%	10.8%	9.9%	9.0%
WACC		**18.4%**	**17.6%**	**16.7%**	**14.9%**	**13.1%**

Nihai değer

- Tahmini dönemin sonunda, Arçelik tarafından üretilen net karların ve buna ilişkin nakit akımlarının nihai olarak devam edeceği varsayılmıştır.
- Nihai değerin hesaplanmasında en yaygın yaklaşım, aşağıdaki formül kullanılarak, sabit büyüme modelinin uygulanmasıdır:

– Nihai değerin piyasa değeri = [Son döneme ait borçtan arındırılmış nakit akımı * (1 + büyüme oranı)] / (indirgeme oranı - büyüme oranı)
– Nihai değerin bugünkü değeri = Nihai değerin piyasa değeri / (1+ indirgeme oranı)^indirgeme dönemi

- Arçelik'in değerleme analizi yapılırken, faaliyette bulunduğu sektör, sektördeki pozisyonu ve büyüme potansiyeli göz önünde bulundurulduğunda, nihai büyüme oranı %2 uygulanmıştır.
- Tahmini dönemin en son senesindeki serbest nakit akımı nihai değer hesaplamasında baz alındığı için bazı düzeltmeler yapılmıştır. Nihai değer hesaplanmasına dahil edilen amortisman değeri belirlenirken, Arçelik Yönetimi'nin nihai dönemde beklemiş olduğu amortisman gideri göz önünde bulundurulmuş ve 250,000 Bin TL olarak öngörülmüştür.

Tablo 3.4. İNA Yöntemi Nihai Dönem Değerinin Hesaplanması

İNA Yöntemi-Nihai Dönem Değerinin Hesaplanması (Bin TL)	
Sabit Büyüme Modeli	
VFÖK, 2013	717,573
Artı: Amortisman	246,642
VAFÖK, 2013	964,215
Nihai dönem büyüme oranı	2%
VAFÖK, bir sonraki yıl	983,499
Eksi: Amortisman (normalize edilmiş)	(250,000)
VFÖK, bir sonraki yıl	733,499
Eksi: vergi giderleri	(92,377)
Amortisman ve Vergi sonrası Faaliyet Karı/FÖK, bir sonraki yıl	641,122
Artı: Amortisman (normalize edilmiş)	250,000
Artı/(Eksi): BANİS değişimi	(91,224)
Eksi: Yatırım harcamaları	(250,000)
Dağıtıma hazır borçtan arındırılmış nakit akımı	549,897
Bölü: Aktifleştirme oranı	11.1%
Tahmini dönem sonundaki aktif değer	4,954,030
İndirgeme periyodu	4.5
Bugünkü değer katsayısı	0.5136
Nihai dönemin bugünkü değeri	**2,544,192**

Kaynak: Şirket Yönetimi

- Nihai senede kullanılan borçtan arındırılmış net işletme sermayesi ("BANİS"), 2014 toplam net satışları baz alınarak hesaplanmıştır. 2014 toplam net satışları, nihai büyüme oranının 2013 toplam net satışlarına uygulanması ile hesaplanmıştır. BANİS'te yıldan yıla oluşan değişimi hesaplamak için, 2013 BANİS'inin satışa olan oranı olan %39, 2013 ve 2014 yılları arasındaki toplam net satış farkına uygulanmıştır.
- Arçelik'in borçtan arındırılmış nakit akımları, Sabit Büyüme Modeli ("SBM") temel alınarak, nihai olarak tahmin edilmiştir. Üstteki tablo, Arçelik'in nihai değerini göstermektedir.

Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi ("BANİS")

- Dağıtıma hazır borçtan arındırılmış nakit akımını elde etmek için, İNA analizinde BANİS'deki değişimleri dikkate almamız gerekmektedir. Net işletme sermayesi hesaplamasına baz oluşturan ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar devir hızları (gün bazında) temin edilmiştir.

2009-2013 tahmini dönemi için hesaplanan net işletme sermayesi, o yıllara ait toplam net satışların sırasıyla %45, %44, %40 ve son iki yıl için %39'unu oluşturmaktadır. Hesaplanan işletme sermayesi ihtiyacındaki değişim nakit akımı analizine yansıtılmıştır. BANİS hesaplaması aşağıdaki tabloda sunulmaktadır. 2007 - 2008 yıllarına ait veriler denetim raporlarına dayanmaktadır.

Tablo 3.5. İşletme Sermayesi Analizi

İşletme sermayesi analizi (operasyonel işletme sermayesi)							
	Denetim raporları						
(Bin TL)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ticari alacaklar	2 ,442,566	2,644,927	2,955,458	3,354,445	3,473,049	3,820,353	4,202,389
Stok	1,296,726	1,303,931	1,367,524	1,486,738	1,560,200	1,619,977	1,794,096
Ticari borçlar	(660,740)	(705,327)	(911,683)	(1,049,462)	(1,170,150)	(1,295,981)	(1,435,277)
Net işletme sermayesi	**3,078,552**	**3,243,531**	**3,411,299**	**3,791,721**	**3,863,099**	**4,144,349**	**4,561,208**
Satış gelirleri, net	6,622,544	6,775,538	7,599,749	8,625,716	9,617,673	10,579,440	11,637,384
Satışların maliyeti (-)	4,851,025	4,905,292	5,470,096	6,296,772	7,020,901	7,775,889	8,611,664
Net işletme sermayesinin gelire %'si	46%	48%	45%	44%	40%	39%	39%
Net işletme sermayesi değişimi	m/ d	**164,979**	**167,768**	**380,421**	**71,378**	**281,250**	**416,859**

- Aşağıdaki tablo, tahmini dönem net işletme sermayesi hesaplamasına baz oluşturan ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar devir hızlarını göstermektedir:

Tablo 3.6. Devir Hızları

D e v i r Hızları (gün s ayısı)							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ticari Alacaklar	133	141	140	14	130	130	130
Stoklar	96	96	90	0	80	75	75
Ticari Borçlar	49	52	60	85	60	60	60

- İNA hesaplamasında kullanılan tahmini gelir tabloları temin edilmiştir. 2007 – 2008 geçmiş dönem finansalları, Arçelik'in bağımsız denetim raporlarına dayanmaktadır. Bugünkü değerlerin toplamı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Tablo 3.7. İNA Yöntemi Nakit Akımı Hesaplaması

İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Yöntemi-Nakit Akımı Hesaplaması (Bin TL)							
	31 Aralık ile biten 12 aylık geçmiş dönem (Denetim raporları)		31 Aralık ile biten tahmini 12 aylık dönemler (Yönetim Raporları)				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Satış gelirleri, net	6,622,544	6,775,538	7,599,749	8,625,716	9,617,673	10,579,440	11,637,384
Satışların maliyeti (-)	4,851,025	4,905,292	5,470,096	6,296,772	7,020,901	7,775,889	8,611,664
Brüt kar	1,771,519	1,870,246	2,129,653	2,328,943	2,596,772	2,803,552	3,025,720
Toplam faaliyet giderleri (-)	1,252,176	1,430,695	1,600,000	1,751,020	1,942,770	2,126,467	2,327,477
Faaliyet karı/(zararı)	**519,343**	**439,551**	**529,653**	**577,923**	**654,002**	**677,084**	**698,243**
Özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırımların kar/zararlarındaki paylar	14,235	12,473	13,200	14,520	15,970	17,570	19,330
Finansman gelir/gider(-), net	(335,053)	(422,903)	(485,939)	(237,683)	(250,999)	(261,723)	(264,743)
Vergi öncesi kar	**198,525**	**29,121**	**56,914**	**354,760**	**418,972**	**432,931**	**452,830**
Vergi geliri / (gideri)	(61,318)	(22,565)	(11,368)	(70,952)	(83,794)	(86,586)	(90,566)
Dönem net karı veya zararı	**137,207**	**6,556**	**45,546**	**283,808**	**335,178**	**346,345**	**362,264**
Artı: Amortisman			158,954	274,219	254,795	224,220	246,642
Artı/(Eksi):Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi değişimi			(167,768)	(380,421)	(71,378)	(281,250)	(416,859)
Eksi: Yatırım harcaması			(150,000)	(258,771)	(240,442)	(211,589)	(232,748)
Artı/(Eksi): Finansman gelir/gider(-), net			485,939	237,683	250,999	261,723	264,743
Dağıtıma hazır borçtan arındırılmış nakit akımı			**372,671**	**156,517**	**529,153**	**339,449**	**224,042**
Bugünkü değer katsayısı			0.9190	0.7788	0.6674	0.5808	0.5136
Bugünkü değer-borçtan arındırılmış nakit akımı			**342,492**	**121,901**	**353,146**	**197,164**	**115,059**
Bugünkü değerler toplamı			**1,129,762**				

İNA özeti

- Analizde, planlanan nakit sermaye artışını (249,975 Bin TL) ve 6 Mart 2009 tarihinde tahsil edilen Koç Finansal Hizmetler A.Ş.'deki hisselerinin satışından elde ettiği geliri (250,000 Bin TL) göz önünde bulundurarak, Arçelik'in finansal borçlarını, toplam nakit fazlası ve sözü edilen nakit girişi tutarlarından arındırarak, Arçelik değerlemesinde hesaba katılması gereken faize tabi düzeltilmiş net borç tutarını hesaplamıştır. Bu tutar, aşağıda görüldüğü gibi, yaklaşık 2,591 milyon TL'dir.
- Değişken indirgeme oranı ve nihai değer varsayımlarının önceki sayfalarda detayları bulunan tahmini nakit akımlarına uygulanmasıyla, İNA yöntemine göre şirket değeri aşağıda gösterildiği gibi, 1,083 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 3.8. İNA Yöntemi Değer Göstergesi (Arçelik)

Arçelik-İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi (İNA)-Değer Göstergesi (Bin TL)				
	Nakit akımları toplamı, belirtilmiş dönemler	Artı: Artık yılın bugünkü değeri	Eksi: Faize tabi düzeltilmiş net borç	Düzeltilmemiş özsermaye değeri
Sabit Büyüme Modeli	1,129,762	2,544,192	(2,591,133)	1,082,820
Seçilen düzeltilmemiş özsermaye değeri				**1,082,820**

3.1.4.1.2. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemine Göre

- Arçelik'in piyasa değeri, piyasa çarpanları yöntemi kullanılarak ve borsada işlem gören karşılaştırmalı şirketlerin çarpanları dikkate alınarak gözden geçirilmiştir.
- Piyasa çarpanları analizinde, değerleme çarpanları halka açık şirketlerin işletme bilgileri temel alınarak hesaplanmaktadır. Halka açık karşılaştırmalı şirketlerin bilgilerinden elde edilen çarpanlar, piyasadaki bilgili bir yatırımcının bir şirkete ne kadar fiyat ödemeye razı olacağının bir göstergesini

oluşturur. Bu çarpanlar daha sonra, bir değer göstergesine ulaşmak için, Arçelik'in finansal bilgilerine uygulanmıştır.

- Piyasa çarpanları analizini uygularken, Arçelik'e benzer olduğu kabul edilebilecek şirketlerin listesi oluşturulmuştur. Bugün, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 8 adet dayanıklı tüketim şirketi vardır. Faaliyet yapısının Arçelik'e karşılaştırılabilir olduğunu düşündüğümüz 7 şirket olan Beko Elektronik, Bsh Profilo, İhlas Ev Aletleri, Klimasan Klima, Silverline Endüstri ve Ticaret, Vestel ve Vestel Beyaz piyasa çarpanları analizimizde dikkate alınmıştır. Buna ek olarak, Arçelik'e benzer kabul edilen ve borsada işlem gören yabancı şirketlerin çarpanları da gözden geçirilmiş ve yabancı piyasalarda işlem gören AB Electrolux, Gronje d.d., Indesit Company, Whirlpool ve Wuxi Little Swan şirketlerinin çarpanları Arçelik için en uygun değerleme çarpanı seçiminde göz önünde bulundurulmuştur.
- Piyasa çarpanları analizini uygularken, değerleme çarpanları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ("İMKB") işlem gören karşılaştırılabilir şirketlerin, geçmiş (2008) ve tahmin edilen (2009 ve 2010) finansal bilgileri ile yurtdışı piyasalarda işlem görenler şirketlerin tahmin edilen (2009 ve 2010) finansal bilgileri temel alınarak türetilmiştir. Şirket'in değerleme analizinde, piyasadaki değer belirleyicilerini yansıttıklarına ve analistlerin piyasa gözlemleriyle tutarlı, Şirket Değeri/Satış ("ŞD/Satış") ve Şirket Değeri/VAFÖK ("ŞD/VAFÖK") çarpanları dikkate alınmıştır.

Değerleme çarpanları

- Yukarıda detaylı şekilde bahsedilen, Arçelik için belirlenen benzer şirketlere ait ŞD/Satış ve ŞD/VAFÖK çarpanları bir sonraki sayfadaki tablolarda gösterilmektedir. İlk tablo, Arçelik'le beraber, aynı sektörde ve İMKB'de işlem gören 7 şirketin çarpanlarını, ikinci tablo ise Arçelik'e benzer kabul edilebilecek ve yurtdışı piyasalarda işlem gören 5 şirketin çarpanlarını göstermektedir.

Tablo 3.9. Arçelik Piyasa Çarpanları

Yerli benzer şirketler piyasa çarpanları												
ŞD / Satış	**Ortalama**	**Orta Nokta**	**En yüksek**	**En düşük**	**Arçelik**	**Beko Elektronik**	**Bsh Profilo**	**Ihlas Ev Aletleri**	**Klimasan Klima**	**Silverline Endüstri ve Ticaret**	**Vestel**	**Vestel Beyaz**
İlk gerçekleşen yıl - 2008	0.5	0.6	0.8	0.2	0.6	0.8	0.6	m.d	m.d.	m.d.	m.d.	0.2
İlk tahmini yıl - 2009	0.4	0.3	0.7	0.1	0.6	0.7	m.d	m.d	m.d.	m.d.	0.1	0.1
İkinci tahmini yıl - 2010	0.4	0.5	0.7	0.1	0.5	0.7	m.d	m.d	m.d.	m.d.	m.d.	0.1
ŞD / VAFÖK												
İlk gerçekleşen yıl - 2008	4.9	6.5	6.6	1.6	6.5	m.d.	6.6	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	1.6
İlk tahmini yıl - 2009	13.6	4.8	43.1	1.7	6.2	43.1	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	3.4	1.7
İkinci tahmini yıl - 2010	12.4	5.6	30.1	1.4	5.6	30.1	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	1.4

Arçelik - Yabancı şirketler piyasa çarpanları									
	Ortalama	**Orta Nokta**	**En yüksek**	**En düşük**	**AB Electrolux**	**Gronje d.d.**	**Indesit Company**	**Whirlpool**	**Wuxi Little Swan**
ŞD / Satış									
İlk tahmini yıl - 2009	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	m.d.
İkinci tahmini yıl - 2010	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	m.d.
ŞD / VAFÖK									
İlk tahmini yıl - 2009	4.7	4.7	5.4	3.8	5.4	5.2	3.8	4.2	m.d.
İkinci tahmini yıl - 2010	4.0	4.0	4.8	3.1	4.2	4.8	3.1	3.8	m.d.

- Çarpan seçimi ve uygulaması prosedüründe esas olarak, tahmini tam yıl 2009 VAFÖK ve Net Satış verileri baz alınmıştır. Çarpanlar aralığına önem verilerek ve Arçelik için en uygun çarpanları belirlemek üzere bir analiz yapılmıştır. Çarpanlar, Arçelik ile karşılaştırılabilir şirketler arasındaki risk, büyüme ve karlılık farkları karşılaştırıldıktan sonra seçilmiştir. Aşağıdaki tablo seçilen Şirket Değeri /VAFÖK ve Şirket Değeri/ Net Satış çarpanlarını ve Arçelik'in faize tabi düzeltilmiş net borç bakiyesi de göz önünde bulundurularak sonuçlandırılmış piyasa çarpanları değerini sergilemektedir.

Tablo 3.10 Arçelik Piyasa Çarpanları Değer Göstergesi

Arçelik – Piyasa Çarpanları--Değer Göstergesi					
(Bin TL)	Arçelik A.Ş. (konsolide)	Şirket Değeri Çarpanları		Toplam İşletme Değeri	
		Düşük	Yüksek	Düşük	Yüksek
VAFÖK T2009	701,807	4.8	5.0	3,353,428	3,509,036
Net satış T2009	7,599,749	0.3	0.4	2,279,925	3,039,900
Piyasa çarpanları metodu ile hesaplanan şirket değer aralığı				2,816,677	3,274,468
Eksi: Faize tabi düzeltilmiş net borç				(2,591,133)	(2,591,133)
Piyasa çarpanları metodu ile hesaplanan şirket değer aralığı				225,544	683,335

Arçelik'in 2009 tahmini finanslarına yukarıdaki tabloda detayı gösterilen çarpanların uygulanması sonucunda, piyasa çarpanları yöntemiyle belirlenen değeri 31 Aralık 2008 itibariyle 683,335 Bin TL'dir.

3.1.4.1.3. Özkaynak Yöntemi Analizine Göre

- Şirket'in özkaynaklarının tespitinde, PricewaterhouseCoopers tarafından, 31 Aralık 2008 tarihi itibariyle hazırlanmış olan bağımsız denetim raporundaki mali tabloları esas alınmıştır. Arçelik'in birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, gerçekleşmesi beklenen 249,975 Bin TL'lik "nakit sermaye artışı" ile 9,999 Bin TL'lik "temettüden bedelsiz sermaye artışı" tutarlarına dayanan düzeltmeler yapılmıştır. Arçelik'in, 31.12.2008 tarihine ait denetlenmiş bilançosunda özkaynak değeri, aşağıdaki tabloda da sunulduğu

gibi, 1,938 milyon TL'dir. Ancak, yukarıda sözü edilen düzeltmelerden sonraki birleşmeye esas özkaynak tutarı 2,188 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

- Sermaye artışı ile ilgili düzeltme, 249,975 Bin TL nakit sermaye artışı ile 9,999 Bin TL'lik temettüden bedelsiz sermaye artışının toplamının ödenmiş sermayeye eklenmesi ve 9,999 Bin TL'lik artış tutarının net dönem karından çıkarılması ile gerçekleştirilmiştir.

Tablo 3.11. Özkaynak Yöntemi Değer Göstergesi (Arçelik)

Arçelik - Özkaynak yöntemi -- değer göstergesi			
(Bin TL)	**Devralan ortaklık: Arçelik (konsolide)**	**Sermaye Artışı**	**Sermaye artışından sonra Arçelik'in özkaynağı**
Ödenmiş sermaye	399,960	259,974	659,934
Sermaye düzeltme farkları	468,811		468,811
Hisse senedi ihraç primleri	96		96
Değer artış fonları	287,902		287,902
Yabancı para çevirim farkları	40,800		40,800
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	157,784		157,784
Geçmiş yıllar karları	542,917		542,917
Net dönem karı	39,794	-9,999	29,795
Birleşmeye Esas Özkaynak	**1,938,064**		**2,188,039**

3.1.4.2. Grundig Elektronik A.Ş. Değerleme Sonuçları

Belirlenen üç yönteme göre Grundig Elektronik A.Ş. değerleme sonuçları aşağıdaki gibidir.

3.1.4.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemine Göre

Özsermaye Maliyeti Risksiz Faiz Oranı

- Risksiz faiz oranı, Türkiye 2034 Vadeli Eurobond Getiri Oranı referans alınarak belirlenmiştir. Grundig'in değerlemesinde kullanılan risksiz faiz oranı

olan Türkiye 2034 Vadeli Eurobond Getiri Oranı, Değerleme Tarihi itibariyle %8.901'dir. (Kaynak: 31 Aralık 2008 tarihli Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ("BDDK") veri tabanı). 2009 yılı için risksiz faiz oranı olarak kullanılan %8.94 getiri oranının üzerine, ülke risk faktörünü de göz önüne alınarak, %5.40'lık ülke primi eklenmesiyle toplam %14.34'e ulaşılmıştır. Ülke primi Türkiye Eurobond spread'i göz önüne alınarak, BDDK veri tabanından alınmıştır. Grundig'in değerlemesinde kullanılan risksiz faiz oranı 2009-2013 tahmini dönemi için sırasıyla %14.3, %13.3, %12.3, %10.3 ve %8.3 olarak alınmıştır.

Özsermaye piyasa risk primi

- Özsermaye piyasa risk primi, Ibbotson Associates'in, geçmiş özsermaye risk primi, geleceğe yönelik prim tahminleri, ve güncel akademik çalışmaları temel alınarak hesaplanmıştır ve %5.5 özsermaye piyasa risk primi uygulanmıştır.

Beta

- Grundig'e en uygun beta çarpanını belirlemek için, Grundig'in piyasada kullanılan beta değeri olan 0.9, seçilen aktif beta olarak kullanılmıştır.
- Piyasada gözlemlenen betalar gerçek finansal yapıyı yansıtmaktadır. Bir şirketin İNA analizini yaparken, piyasada gözlemlenen betanın finansal yapı üzerindeki etkisi için önce borcun özsermayeye olan oranı ile çarpılıp vergiden arındırılması gerekir; sonra da hedef şirketin borcunun özsermayeye olan oranı temel alınan aktif betasının borcun özsermayeye olan oranı ile çarpılıp vergiden arındırılmalıdır.
- Grundig'in özel karakteristiklerinden yola çıkarak, en uygun sermaye yapısı olarak borcun özsermayeye oranının, Grundig'in değerleme tarihi itibariyle sahip olduğu net finansal borçlarını da göz önünde bulundurarak, %142 olduğu varsayılmış ve analizde kullanılmak üzere 1.92 betaya ulaşılmıştır.

Grundig'e özgü risk unsurları

- Grundig'e özgü risk priminin özsermaye indirgeme oranına eklenmesiyle sonuçlanan, Grundig'e özel hususlar bulunmaktadır. Bu hususlar aşağıda sıralanmıştır:
  – Grundig'in toplam satış gelirlerinin %65'inin, yurtdışı satışlarından oluşmasına bağlı kur riski;
  – tahmini mali tablolar üzerindeki belirsizlikler;
  – sektördeki rekabetin artma riski.
  – sektördeki yeni ürün teknolojilerinin hızlı gelişim riski
- Yukarıdaki faktörleri göz önünde bulundurarak, 2009-2013 tahmin edilen beş yıllık dönem için, şirkete özgü risk çarpanı olarak %1.5 oranı uygulanmıştır.

Sonuç

- Yukarıdaki çarpanların kullanılması, 2009-2013 beş yıllık projeksiyon dönemi için yaklaşık sırasıyla %26.4, %25.4, %24.4, %22.4, %20.4 özsermaye maliyet oranıyla sonuçlanmıştır. Özsermaye maliyet hesaplamasında kullanılan yöntem ile ilgili daha fazla bilgi için aşağıdaki tabloya bakınız.

Tablo 3.12. Özsermaye Maliyeti Hesaplaması

Özsermaye Maliyeti Hesaplaması					
	2009	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Seçilen Aktif Betası	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Borcun Özsermaye Piyasa Değerine Oranı	142%	142%	142%	142%	142%
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergiden Arındırılmış Seçilen Aktif Betanın Borcun Özsermaye Piyasa Değerine Oranı ile Çarpımı	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92
Riskten Arındırılmış Oran	14.3%	13.3%	12.3%	10.3%	8.3%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Özsermaye Maliyeti	**26.4%**	**25.4%**	**24.4%**	**22.4%**	**20.4%**

Vergi

- WACC hesaplamasında, Kurumlar Vergisi Kanunu doğrultusunda, %20 vergi oranını uygulanmıştır.

Borç maliyeti

- Grundig'in borçlanmasının %75'inin TL, %25'inin ise yabancı para birimleri bazında olduğu düşünülerek TL bazında borçlanmanın TL bazlı LIBOR oranı üzerine %2.5 prim eklenerek bulunmuştur. İncelememizin TL bazlı olduğunu göz önüne alarak, 2009 yılı için, TL bazlı LIBOR oranı üzerine %2.5'lik prim eklenmiş, 2009-2013 tahmini dönem boyunca ise sırasıyla %16.5, %15.5, %14.5, %12.5 ve %10.5 borç alma oranları bulunmuştur. Sonuç olarak Grundig için aşağıdaki tabloda görülen borç maliyeti hesaplanmıştır.

Tablo 3.13. Borç Maliyeti Hesaplaması

Borç Maliyeti Hesaplaması					
	2009	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Borç Alma Oranı	16.5%	15.5%	14.5%	12.5%	10.5%
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	**13.2%**	**12.4%**	**11.6%**	**10.0%**	**8.4%**

Kaynak: Şirket Yönetimi

Hesaplanmış indirgeme oranı

- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("WACC"), bir şirketin borç ve özsermaye maliyetinin finanse edilişinin, şirketin hedeflediği sermaye yapısındaki borç ve özsermayenin yüzdesiyle ağırlıklandırılarak ölçülür. WACC'in temel alındığı indirgeme oranı, mevcut borçtan arındırılmış nakit akımlarını ve nihai değeri bugünkü değerine getirmek için kullanılmıştır. Grundig'in tahmin edilen gelecek nakit akımlarını bugünkü değerlerine indirgemek için aşağıdaki tabloda gösterilen değişken indirgeme oranları kullanılmıştır.

Tablo 3.14. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti						
		2009	2010	2011	2012	2013
Borç	58.7%	7.7%	7.3%	6.8%	5.9%	4.9%
Özsermaye	41.3%	10.9%	10.5%	10.1%	9.2%	8.4%
WACC		**18.7%**	**17.8%**	**16.9%**	**15.1%**	**13.4%**

Nihai değer

- Tahmini dönemin sonunda, Grundig tarafından üretilen net karların ve buna ilişkin nakit akımlarının nihai olarak devam edeceği varsayılmıştır.
- Nihai değerin hesaplanmasında en yaygın yaklaşım, aşağıdaki formül kullanılarak, sabit büyüme modelinin uygulanmasıdır:

– Nihai değerin piyasa değeri = [Son döneme ait borçtan arındırılmış nakit akımı * (1 + büyüme oranı)] / (indirgeme oranı - büyüme oranı)
– Nihai değerin bugünkü değeri = Nihai değerin piyasa değeri / (1+ indirgeme oranı)^ indirgeme dönemi

- Grundig'in değerleme analizini yaparken, faaliyette bulunduğu sektör, sektördeki pozisyonu ve büyüme potansiyeli göz önünde bulundurulduğunda, nihai büyüme oranı %2 uygulanmıştır.
- Tahmini dönemin en son senesindeki serbest nakit akımı nihai değer hesaplamasında baz alındığı için bazı düzeltmeler yapılmıştır. Nihai değer hesaplanmasına dahil edilen amortisman değeri belirlenirken, nihai dönemdeki amortisman gideri 90,000 Bin TL olarak öngörülmüştür.
- Nihai senede kullanılan borçtan arındırılmış net işletme sermayesi ("BANİS"), 2014 toplam net satışları baz alınarak hesaplanmıştır. 2014 toplam net satışları, nihai büyüme oranının 2013 toplam net satışlarına uygulanması ile hesaplanmıştır. BANİS'te yıldan yıla oluşan değişimi hesaplamak için, 2013 BANİS'inin satışa olan oranı olan %28, 2013 ve 2014 yılları arasındaki toplam net satış farkına uygulanmıştır.

- Grundig'in borçtan arındırılmış nakit akımları, Sabit Büyüme Modeli ("SBM") temel alınarak, nihai olarak tahmin edilmiştir. Aşağıdaki tablo, Grundig'in nihai değerini göstermektedir.

Tablo 3.15. İNA Yöntemi Nihai Dönem Değerinin Hesaplanması

İNA Yöntemi-Nihai Dönem Değerinin Hesaplanması (Bin TL)	
Sabit Büyüme Modeli	
VFÖK, 2013	94,558
Artı: Amortisman	87,090
VAFÖK, 2013	181,648
Nihai dönem büyüme oranı	2%
VAFÖK, bir sonraki yıl	185,281
Eksi: Amortisman (normalize edilmiş)	(90,000)
VFÖK, bir sonraki yıl	95,281
Eksi: vergi giderleri	(9,634)
Amortisman ve Vergi sonrası Faaliyet Karı/FÖK, bir sonraki yıl	85,648
Artı: Amortisman (normalize edilmiş)	90,000
Artı/(Eksi): BANİS değişimi	(12,404)
Eksi: Yatırım harcamaları	(90,000)
Dağıtıma hazır borçtan arındırılmış nakit akımı	73,244
Bölü: Aktifleştirme oranı	11.4%
Tahmini dönem sonundaki aktif değer	642,487
İndirgeme periyodu	4.5
Bugünkü değer katsayısı	0.5087
Nihai dönemin bugünkü değeri	326,842

Kaynak: Şirket Yönetimi

Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi ("BANİS")

- Dağıtıma hazır borçtan arındırılmış nakit akımını elde etmek için, İNA analizinde BANİS'deki değişimleri dikkate almamız gerekmektedir. Net işletme sermayesi hesaplamasına baz oluşturan ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar devir hızları (gün bazında) temin edilmiştir. 2009-2013 tahmini dönemi için hesaplanan net işletme sermayesi, o yıllara ait toplam net satışların sırasıyla %34, %31 ve son üç yıl için %28'ini oluşturmaktadır. Hesaplanan

işletme sermayesi ihtiyacındaki değişim nakit akımı analizine yansıtılmıştır. BANİS hesaplaması aşağıdaki tabloda sunulmaktadır. 2007 – 2008 yıllarına ait veriler denetim raporlarına dayanmaktadır.

Tablo 3.16. İşletme Sermayesi Analizi

İşletme sermayesi analizi (operasyonel işletme sermayesi)							
	Denetim raporları						
(Bin TL)	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Ticari alacaklar	330,350	326,895	389,496	445,973	480,870	540,979	595,077
Stok	337,514	285,542	291,996	290,650	286,178	320,674	351,689
Ticari borçlar	(161,516)	(99,289)	(210,886)	(236,153)	(265,737)	(297,769)	(326,569)
Net işletme sermayesi	**506,348**	**513,148**	**470,606**	**500,470**	**501,311**	**563,884**	**620,197**
Satış gelirleri	1,356,603	1,288,414	1,402,185	1,605,502	1,822,245	2,050,025	2,255,028
Satışların maliyeti (-)	1,207,710	1,112,630	1,167,983	1,307,922	1,471,775	1,649,180	1,808,686
Net işletme sermayesinin gelire %'si	37%	40%	34%	31%	28%	28%	28%
Net işletme sermayesi değişimi	m/ d	**6,800**	**(42,542)**	**29,864**	**842**	**62,573**	**56,313**

Aşağıdaki tablo Grundig için tahmini dönem net işletme sermayesi hesaplanmasına baz oluşturan ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar devir hızlarını göstermektedir.

Tablo 3.17. Devir Hızları

Devir Hızları (gün sayısı)							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ticari Alacaklar	88	91	100	100	95	95	95
Stoklar	101	92	90	80	70	70	70
Ticari Borçlar	48	32	65	65	65	65	65

Tahmini mali tablo – bugünkü değerlerin toplamı

- İNA hesaplamasında kullanılan tahmini gelir tabloları temin edilmiştir. 2007 – 2008 geçmiş dönem finansalları, Grundig'in bağımsız denetim raporlarına dayanmaktadır.

Tablo 3.18. İNA Yöntemi Nakit Akımı Hesaplaması

İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Yöntemi--Nakit Akımı Hesaplaması (Bin TL)							
	31 Aralık ile biten 12 aylık geçmiş dönem (Denetim Raporları)		31 Aralık ile biten tahmini 12 aylık dönemler (Yönetim Raporları)				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Satış gelirleri	1,356,603	1,288,414	1,402,185	1,605,502	1,822,245	2,050,025	2,255,028
Satışların maliyeti (-)	1,207,710	1,112,630	1,167,983	1,307,922	1,471,775	1,649,180	1,808,686
Brüt kar	148,893	175,784	234,202	297,580	350,470	400,846	446,342
Toplam faaliyet giderleri (-)	134,161	221,203	224,385	255,275	287,915	321,854	351,784
Faaliyet karı/(zararı)	**14,732**	**(45,419)**	**9,817**	**42,305**	**62,555**	**78,992**	**94,558**
Finansman gelir/gider(-), net	(108,291)	(112,033)	(94,208)	(49,676)	(50,141)	(50,728)	(47,333)
Vergi öncesi kar	**(93,559)**	**(157,452)**	**(84,392)**	**(7,370)**	**12,414**	**28,264**	**47,225**
Vergi geliri / (gideri)	(4,103)	6,260	694	-	-	-	-
Dönem net karı veya zararı	**(97,662)**	**(151,192)**	**(83,698)**	**(7,370)**	**12,414**	**28,264**	**47,225**
Artı: Amortisman			46,700	62,005	70,376	79,173	87,090
Artı/(Eksi):Borçtan arındırıl. net işl. ser. değiş.			42,542	(29,864)	(842)	(62,573)	(56,313)
Eksi: Yatırım harcaması			(24,184)	(32,110)	(36,445)	(41,001)	(45,101)
Artı/(Eksi): Finansman gelir/gider(-), net			94,208	49,676	50,141	50,728	47,333
Dağıtıma hazır borçtan arındırıl. nakit akımı			**75,569**	**42,337**	**95,644**	**54,592**	**80,235**
Bugünkü değer katsayısı			0.9179	0.7762	0.6640	0.5769	0.5087
Bugünkü değer--borçtan arındırılmış nakit akımı			**69,361**	**32,862**	**63,507**	**31,493**	**40,816**
Bugünkü değerler toplamı			**238,040**				

İNA özeti

- Grundig'in finansal borçlarını, toplam nakit fazlası tutarından arındırarak, Grundig değerlemesinde hesaba katılması gereken faize tabi düzeltilmiş net borç tutarı hesaplamıştır. Bu tutar, aşağıda görüldüğü gibi, yaklaşık 439 milyon TL'dir.
- Değişken indirgeme oranı ve nihai değer varsayımlarının önceki sayfalarda detayları bulunan tahmini nakit akımlarına uygulanmasıyla, İNA yöntemine göre şirket değeri aşağıda gösterildiği gibi, 126,058 Bin TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 3.19. İNA Yöntemi Değer Göstergesi (Grundig)

Grundig-İ.N.A. Yöntemi Değer Göstergesi (BinTL)				
	Nakit Akımları Toplamı Belirtilmiş Dönemler	Artı: Artık yılın bugünkü değeri	Eksi: Faize tabi düzeltilmiş net borç	Düzeltilmemiş özsermaye değeri
Sabit Büyüme Modeli	238,040	326,842	(438,824)	126,058
		Seçilen düzeltilmemiş özsermaye değeri		**126,058**

Kaynak:Grundig Yönetimi

3.1.4.2.2. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemine Göre

Genel

- Grundig'in piyasa değeri, piyasa çarpanları yöntemi kullanılarak ve borsada işlem gören karşılaştırmalı şirketlerin çarpanları dikkate alınarak gözden geçirilmiştir.

- Piyasa çarpanları analizinde, değerleme çarpanları halka açık şirketlerin işletme bilgileri temel alınarak hesaplanır. Halka açık karşılaştırmalı şirketlerin bilgilerinden elde edilen çarpanlar, piyasadaki bilgili bir yatırımcının bir şirkete ne kadar fiyat ödemeye razı olacağının bir göstergesini oluşturur. Bu çarpanlar daha sonra, bir değer göstergesine ulaşmak için, Grundig'in finansal bilgilerine uygulanmıştır.

- Piyasa çarpanları analizini uygularken, Grundig'e benzer olduğu kabul edilebilecek şirketlerin listesini oluşturmak gerekmiştir. Grundig'in faaliyetlerinin %65'inin yurtdışında olduğu göz önünde bulundurularak

Grundig için en uygun çarpan belirlenirken, İMKB'ye ek olarak, yurtdışı piyasalarında Grundig'e benzer kabul edilebilecek şirketlere odaklanılmıştır.

- Grundig, İMKB'de Arçelik ile aynı sektörde işlem görmektedir. Bu nedenle Arçelik için seçilen benzer şirket çarpanları Grundig için de gözden geçirilmiştir. Bugün, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda, Grundig hariç, işlem gören 7 adet dayanıklı tüketim şirketi vardır: Arçelik, Bsh Profilo, İhlas Ev Aletleri, Klimasan Klima, Silverline Endüstri ve Ticaret, Vestel ve Vestel Beyaz piyasa çarpanları analizde dikkate alınmıştır.

- Yurtdışı piyasalarında, Grundig'e benzer kabul edilen ve borsada işlem gören yabancı şirketlerin çarpanları da gözden geçirilmiş ve yabancı piyasalarda işlem gören Bang Olufsen A/S, Loewe AG, Panasonic - Matsushita Industrial Co., Philips Koninklijke Electronics NV, Sharp ve DM Technology şirketlerinin çarpanları Grundig için en uygun değerleme çarpanı seçiminde göz önünde bulundurulmuştur.

- Piyasa çarpanları analizini uygularken, değerleme çarpanları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ("İMKB") işlem gören karşılaştırılabilir şirketlerin, geçmiş (2008) ve tahmin edilen (2009 ve 2010) finansal bilgileri ile yurtdışı piyasalarda işlem görenler şirketlerin tahmin edilen (2009 ve 2010) finansal bilgileri temel alınarak türetilmiştir. Şirket'in değerleme analizinde, piyasadaki değer belirleyicilerini en doğru şekilde yansıttıklarına ve analistlerin piyasa gözlemleriyle tutarlı olduklarına inandığımız için, Şirket Değeri/Satış ("ŞD/Satış") ve Şirket Değeri/VAFÖK ("ŞD/VAFÖK") çarpanları dikkate alınmıştır.

Tablo 3.20. Grundig Piyasa Çarpanları

Yerli benzer şirketler piyasa çarpanları												
	Ortalama	**Orta Nokta**	**En yüksek**	**En düşük**	**Arçelik**	**Beko Elektronik**	**Bsh Profilo**	**Ihlas Ev Aletleri**	**Klimasan Klima**	**Silverline Endüstri ve Ticaret**	**Vestel**	**Vestel Beyaz**
ŞD / Satış												
İlk gerçekleşen yıl - 2008	0.5	0.6	0.8	0.2	0.6	0.8	0.6	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	0.2
İlk tahmini yıl - 2009	0.4	0.3	0.7	0.1	0,6	0.7	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	0.1	0.1
İkinci tahmini yıl - 2010	0.4	0.5	0.7	0.1	0,5	0.7	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	0.1
ŞD / VAFÖK												
İlk gerçekleşen yıl - 2008	4.9	6.5	6.6	1.6	6.5	m.d.	6.6	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	1.6
İlk tahmini yıl - 2009	13.6	4.8	43.1	1.7	6.2	43.1	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	3.4	1.7
İkinci tahmini yıl - 2010	12.4	5.6	30.1	1.4	5.6	30.1	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	1.4

Grundig - Yabancı şirketler piyasa çarpanları										
	Ortalama	**Orta Nokta**	**En yüksek**	**En düşük**	**Bang Olufsen**	**Loewe AG**	**Panasonic - Matsushita Industrial Co.**	**Philips Koninklijke Electronics NV**	**Sharp**	**DM Technology**
ŞD / Sa tış										
İlk tahmini yıl - 2009	0.4	0.5	0.5	0.2	0.5	0.2	0.3	0.5	0.5	m.d.
İkinci tahmini yıl - 2010	0.4	0.5	0.5	0.2	0.5	0.2	0.4	0.5	0.5	m.d.
ŞD / VAFÖK										
İlk tahmini yıl - 2009	4.5	5.6	5.8	1.2	m.d.	1.2	5.8	5.6	5.5	m.d.
İkinci tahmini yıl - 2010	6.0	6.6	9.7	1.3	9.7	1.3	7.7	4.8	6.6	m.d.

Değerleme çarpanları

- Bir önceki sayfada detaylı şekilde bahsedilen, Grundig için belirlenen benzer şirketlere ait ŞD/Satış ve ŞD/VAFÖK çarpanları yukarıda tablolarda gösterilmektedir. Yukarıdaki ilk tablo, Grundig'le beraber, aynı sektörde ve İMKB'de işlem gören 7 şirketin çarpanlarını, ikinci tablo ise Grundig'e benzer kabul edilebilecek ve yurtdışı piyasalarda işlem gören 6 şirketin çarpanlarını göstermektedir.

Seçilen çarpanlar ve piyasa çarpanları özeti

- Çarpan seçimi ve uygulaması prosedüründe esas olarak, tahmini tam yıl 2009 VAFÖK ve Net Satış verileri baz alınmıştır. Çarpanlar aralığına önem verilerek ve Grundig'in en doğru çarpanlarını belirlemek için bir analiz yapılmıştır. Çarpanlar, Grundig ile karşılaştırılabilir şirketler arasındaki risk, büyüme ve karlılık farkları karşılaştırıldıktan sonra seçilmiştir. Aşağıdaki tablo seçilen Şirket Değeri/VAFÖK ve Şirket Değeri/Net Satış çarpanlarını ve Grundig'in, faize tabi net borç bakiyesi de göz önünde bulundurularak sonuçlandırılmış piyasa çarpanları değerini sergilemektedir.

Tablo 3.21. Grundig Piyasa Çarpanları Değer Göstergesi

Grundig – Piyasa Çarpanları--Değer Göstergesi						
(Bin TL)		Grundig	Şirket Değeri Çarpanları		Toplam İşletme Değeri	
			Düşük	Yüksek	Düşük	Yüksek
VAFÖK	T2009	56,517	5.0	5.6	282,584	316,494
Net Satış	T2009	1,402,185	0.4	0.5	560,874	701,093
Piyasa çarpanları metodu ile hesaplanan şirket değer aralığı					421,729	508,793
Eksi: Faize tabi düzeltilmiş net borç					(438,824)	(438,824)
Piyasa çarpanları metodu ile hesaplanan şirket değer aralığı					(17,095)	69,969

- Grundig'in 2009 tahmini finansallarına, yukarıdaki tabloda detayı gösterilen çarpanların uygulanması sonucunda, piyasa çarpanları yönteminde belirlenen değeri, 31 Aralık 2008 itibariyle, 69,969 Bin TL'dir.

3.1.4.2.3. Özkaynak Yöntemi Analizine Göre

- Şirket'in özkaynaklarının tespitinde, PricewaterhouseCoopers tarafından, 31 Aralık 2008 tarihi itibariyle hazırlanmış olan bağımsız denetim raporundaki mali tabloları esas alınmıştır. Grundig'in, 31.12.2008 tarihine ait denetlenmiş bilançosunda özkaynak değeri, aşağıdaki tabloda da sunulduğu gibi, 309 milyon TL'dir.
- Ancak, Grundig'in birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, Arçelik'in iştiraki olmasından kaynaklanan bir iştirak düzeltmesi yapılması gerekmiştir. Bu açıdan Arçelik'in, Grundig'in kayıtlı özkaynaklarındaki %83.03'lük payı hesaplanarak, Grundig'in özkaynak kalemlerinden ayrıştırılmıştır. İştirak düzeltmesinin hesaba katıldığı birleşmeye esas özkaynak tutarı 52.4 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 3.22. Özkaynak Yöntemi Değer Göstergesi (Grundig)

Grundig - Özkaynak yöntemi -- değer göstergesi	
	Devrolan ortaklık:
(Bin TL)	**Grundig**
Ödenmiş sermaye	478,000
Sermaye düzeltmesi farkları	152,182
Hisse senedi ihraç primleri	344
Değer artış fonları	125,442
Yabancı para çevrim farkları	3,892
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	8,693
Geçmiş yıllar zararları	(308,732)
Net dönem karı	(151,192)
Toplam özkaynaklar	**308,629**

Kaynak: 1 Ocak – 31 Aralık 2008 hesap dönemine ait konsolide tablolar ve bağımsız denetim raporu.

3.1.5. Birleşme ve Değiştirme Oranları

Her üç yönteme göre birleşme ve değiştirme oranları aşağıdaki gibidir.

3.1.5.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemine Göre

Aşağıdaki tablo Arçelik ve Grundig'in detaylı sermaye yapısını göstermekte olup, birleşme oranı hesaplamalarına baz oluşturmuştur.

Tablo 3.23. Arçelik Sermaye Yapısı

Arçelik – Sermaye (31.12.2008)	**(TL) Hisse tutarı**	**(%)**
Koç Holding A. Ş.	273,742,027.02	41.48%
Koç Holding Emekli Ve Yardim Sandiği Vakfi	29,671,068.26	4.50%
Temel Ticaret Ve Yatirim A.Ş.	18,576,870.00	2.81%
Vehbi Koç Vakfi	689,734.73	0.10%
Koç Ailesi	64,766,600.52	9.81%
Burla Ticaret Ve Yatirim A.Ş.	50,571,663.05	7.66%
Teknosan Büro Makina Ve Levazimi Tic.Ve San. A.Ş.	81,428,336.95	12.34%
Diğer Ortaklar	140,487,699.47	21.29%
Ödenmiş sermaye tutarı	**659,934,000.00**	**100.00%**

Tablo 3.24. Grundig Sermaye Yapısı

Grundig - Sermaye (31.12.2008)		
	Hisse tutarı (TL)	**(%)**
Arçelik A. Ş.	396,895,775.03	83.03%
Koç Holding Emekli ve Yardım Sandığı Vakfı	25,936,440.00	5.43%
Vehbi Koç Vakfı	1,044,001.36	0.22%
Halka açık kısım	54,123,783.61	11.32%
Ödenmiş sermaye toplamı	478,000,000.00	100.00%

Arçelik dışındaki ortakların Grundig'teki toplam hisseleri 81,104,224.97 TL'dir.

- Arçelik'in Grundig'teki %83.03'lük iştirak oranı göz önünde bulundurulmuş ve birleşme oranı hesaplamasında iştirak düzeltmesi kaydı yapılmıştır. Buna ek olarak, Arçelik yönetimi tarafından belirtilen ve yakın gelecekte sonuçlanacak sermaye artışları da göz önünde bulundurulmuş, birleşme ve değiştirme oranına baz oluşturan sermaye tutarına yansıtılmıştır.
- Birleşme ve değiştirme oranları hesaplanırken, Arçelik ve Grundig için 3 farklı değerleme metodu kullanılmıştır. Değiştirme oranları hesaplamalarına, ilerleyen sayfalarda daha detaylı bir şekilde yer verilmiştir.
- İNA yöntemine göre, Arçelik'in değeri ise 1,082,820 Bin TL, Grundig'in değeri ise 126,058 Bin TL olarak belirlenmiştir. Grundig'in birleşmeye esas değeri hesaplanırken, Grundig'in içinde Arçelik'e ait olan %83.03'lük oran ayrıştırılmış ve Grundig'in birleşmeye esas İNA değeri 21,389 Bin TL olarak hesaplanmıştır. Ayrıca değiştirme oranı hesaplanırken, Grundig'de, Arçelik dışındaki pay sahiplerinin hisse oran ve sayıları göz önünde bulundurulmuştur.

Tablo 3.25. İNA Yöntemi Değer Göstergesi

İNA -- Değer Göstergesi			
(Bin TL)	**Devralan ortaklık: Arçelik (konsolide)**	**Devrolan ortaklık: Grundig (konsolide)**	**Toplam**
İNA - Değer Göstergesi	1,082,820	126,058	
Birleşmeye esas değer	**1,082,820**	**21,389**	**1,104,209**
Sermaye	659,934	478,000	

- Yukarıda belirtilen birleşmeye esas değerler ve ödenmiş sermaye tutarları Bin TL olarak dikkate alındığında, birleşme oranı beş ondalıklı gösterilmek şartıyla, %98.06298, artırılacak sermaye 13,036 Bin TL ve değiştirme oranı %16.07261 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 3.26. İNA Yöntemine Göre Birleşme ve Değiştirme Oranı

İNA yöntemine göre birleşme ve değiştirme oranı				
Birleşme oranı =	1,082,820 /1,104,209	=	*98.06298%*	
Birleşme sonrası sermaye =	659,934 / *98.06%*	=	672,970	Bin TL
Artırılacak sermaye	672,970 - 659,934	=	13,036	Bin TL
Değiştirme oranı =	13,036 / 81,104	=	*16.07261%*	

3.1.5.2- Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemine Göre

- Piyasa çarpanları analizine göre, Arçelik'in değeri 683,335 Bin TL, Grundig'in değeri ise 69,969 Bin TL'dir. Grundig'in birleşmeye esas değeri hesaplanırken, Grundig'in içinde Arçelik'e ait olan %83.03'lük oran ayrıştırılmış ve Grundig'in birleşmeye esas Piyasa çarpanları analizi değeri 11,872 Bin TL olarak hesaplanmıştır. Ayrıca değiştirme oranı hesaplanırken, Grundig'de, Arçelik dışındaki pay sahiplerinin hisse oran ve sayıları göz önünde bulundurulmuştur.

Tablo 3.27. Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Değer Göstergesi

Piyasa çarpanları yöntemi -- değer göstergesi			
	Devralan ortaklık: (Bin TL) Arçelik (konsolide)	**Devrolan ortaklık: Grundig (konsolide)**	**Toplam**
Piyasa çarpanları değeri	683,335	69,969	
Birleşmeye esas değer	**683,335**	**11,872**	**695,207**
Sermaye (Bin TL)	659,934	478,000	

- Yukarıda belirtilen birleşmeye esas değerler ve ödenmiş sermaye tutarları Bin TL olarak dikkate alındığında, birleşme oranı beş ondalıklı gösterilmek şartıyla, % 98.29231, artırılacak sermaye 11,465 Bin TL ve değiştirme oranı %14.13662 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 3.28. Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Birleşme ve Değiştirme Oranı

Piyasa çarpanları yöntemine göre birleşme ve değiştirme oranı				
Birleşme oranı	=	683,335 / 695,207	*= 98.29231%*	
Birleşme sonrası sermaye	=	659,934 / *98.29%*	= 671,399	Bin TL
Artırılacak sermaye	=	671,399 - 659,934	= 11,465	Bin TL
Değiştirme oranı	=	11,465 / 81,104	*= 14.13662%*	

3.1.5.3- Özkaynak Yöntemi Analizine Göre

- Şirket'in özkaynaklarının tespitinde, 31 Aralık 2008 tarihi itibariyle hazırlanmış olan bağımsız denetim raporundaki mali tabloları esas alınmıştır. Önceki sayfalarda belirtilmiş olduğu gibi, Arçelik'in birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, Arçelik Yönetimi'nin sonuçlandırmayı planladığı 249,975 Bin TL'lik bedelli "nakit sermaye artışı" ile 9,999 Bin TL'lik "temettüden bedelsiz sermaye artışı" tutarlarına dayanan düzeltmeler yapılmıştır. Bu düzeltmeler sonucunda, Arçelik'in Özkaynak yöntemi ile hesaplanan birleşmeye esas değeri 2.188 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Ayrıca, Grundig'in birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, Arçelik'in iştiraki olmasından kaynaklanan bir iştirak düzeltmesi yapılmış; Arçelik'in, Grundig'in kayıtlı özkaynaklarındaki %83.03'lük payı ayrıştırılmıştır. Grundig'in bu düzeltme sonrası Özkaynak yöntemi ile hesaplanan birleşmeye esas değeri 52 milyon TL'dir.

Tablo 3.29. Arçelik ve Grundig Özkaynak Yöntemi Değer Göstergesi

Arçelik Özkaynak Yöntemi - Değer Göstergesi					**Grundig - Özkaynak Yöntemi – Değer Göstergesi**			
(Bin TL)	**Devralan Ortaklık: Arçelik (Konsolide)**	**Sermaye Artışı**	**Sermaye Artışından Sonra Arçelik'in Özkaynağı**		**(Bin TL)**	**Devrolan Ortaklık: Grundig (Konsolide)**		**Arçelik'in Payına İsabet eden Kısım %83,03**
Ödenmiş Sermaye	399.960	259.974	659.934		Ödenmiş Sermaye	478.000		396.896
Sermaye Düzeltme Farkları	468.811		468.811		Sermaye Düzeltme Farkları	152.182		126.361
Hisse Senedi İhraç Primleri	96		96		Hisse Senedi İhraç Primleri	344		286
Değer Artış Fonları	287.902		287.902		Değer Artış Fonları	125.442		104.158
Yabancı Para Çevrim Farkları	40.800		40.800		Yabancı Para Çevrim Farkları	3.892		3.232
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yed.	157.784		157.784		Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yed.	8.693		7.218
Geçmiş Yıllar Karları	542.917		542.917		Geçmiş Yıllar Karları	-308.732		-256.348
Net Dönem Karı	39.794	-9.999	29.795		Net Dönem Karı	-151.192		-125.539
					Toplam Özkaynaklar	**308.629**		**256.263**
					İştirak Düzeltmesi	-256.263		
Birleşmeye Esas Özkaynak	**1.938.064**		**2.188.039**		**Birleşmeye Esas Özkaynak**	**52.366**		

Kaynak: Arçelik ve Grundig'in 31.12.2008 tarihi itibariyle hazırlanmış bağımsız denetim raporu.

- Yukarıda belirtilen birleşmeye esas özkaynak tutarları ve sermaye tutarı Bin TL olarak dikkate alındığında birleşme oranı beş ondalıklı gösterilmek şartıyla, *%97.66264,* artırılacak sermaye *15,794* Bin TL ve değiştirme oranı *%19.47396* olarak hesaplanmıştır.

Tablo 3.30. Özkaynak Yöntemine Göre Birleşme ve Değiştirme Oranı

Özkaynak yöntemine göre birleşme ve değiştirme oranı			
Birleşme oranı	2,188,039 / 2,240,405	*97.66264 %*	
Birleşme sonrası sermaye	659,934 / *97.66%*	675,728	Bin TL
Artırılacak sermaye	675,728 - 659,934	15,794	Bin TL
Değiştirme oranı	15,794 / 81,104	*19.47396 %*	

3.1.6- Seçilen Yöntem ve Gerekçesi

Tablo 3.31. Yöntemlere Göre Değerleme Sonuçları

	İNA	**Piyasa çarpanları**	**Özkaynak**
Birleşme oranı	98.06298%	98.29231%	97.66264%
Artırılacak sermaye(Bin TL)	13,036	11,465	15,794
Değiştirme oranı	16.07261%	14.13662%	19.47396%

- Birleşme işlemi gereği üç farklı yönteme göre birleşme ve değiştirme oranları yukarıda sunulan tablodaki gibi hesaplanmıştır.
- Görüldüğü gibi, birleşme oranları her üç metoda göre çok benzer çıkmaktadır.
- Önceki sayfalarda tanımlanan yöntemlerin her biri işletmenin değerinin belirlenmesinde kullanılabilir; ancak, bu yöntemlerin uygunluğu değerlemesi yapılan şirketin şekline ve sektörüne göre değişir.
- Şirket alım satımlarında geleceğe yönelik detaylı projeksiyonların oluşturulmasıyla birlikte genellikle İNA metodu uygulanır. Ancak geleceğe yönelik projeksiyonlar çok değişkenli varsayımların oluşturulmasını gerektirmektedir. Bu varsayımlar ve projeksiyonlarda meydana gelebilecek herhangi bir değişiklik İNA metodu sonuçlarını, yani şirket değerini direk etkileyebilmektedir. Özellikle içinde bulunduğumuz günlerde, global ekonomik hareketlerin de etkisiyle, varsayımların duyarlılığının çok hassas olduğunu söylenebilir. Dolayısıyla, uzun dönemli tahminlerin bire bir gerçekleşmediği durumlarda İNA değerinin de değişeceği göz önünde bulundurulması gerekmektedir.
- Piyasa çarpanları analizinde kullanılan benzer şirket çarpanları 2009 tahmini verilerini dikkate almaktadır. Gerek benzer şirketlerin birebir özellikler göstermemesi, gerekse şirketlerin sadece 2009 yılı tahmini sonuçlarına dayalı olması nedeniyle, bu analizin oldukça duyarlı olduğu sonucu çıkarılmıştır. Borsa rayiç değerleri, SPK'nın "Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği"nde (Seri: I, No: 31) yer alan, birleşmeye taraf ortakların halka arz edilen hisse senetlerinin, ortaklığın en az %25'i olması koşuluna bağlı olarak, Şirketler'in halka açıklık oranının %25'in altında olmasından dolayı kullanılmamıştır.
- Özkaynak yöntemine göre elde edilen Şirket değerleri, Şirketler'in birleşme tarihi itibariyle düzeltilmiş defter değerlerini yansıtmaktadır. Değiştirme oranı olarak incelendiğinde, Özkaynak ve İNA metotlarının birbirine daha yakın olduğunu görülmektedir.
- Sonuç olarak Şirketler'in mevcut ortaklık yapıları da dikkate alındığında, Arçelik'in Grundig'i devralma yoluyla birleşmesi işleminde Özkaynak metodunun kullanılması adil ve makul gözükmektedir. Özkaynak metoduna göre hesaplanan birleşme oranı %97.66264, artırılacak sermaye tutarı 15,794.205.-TL ve değiştirme oranı %19.47396'dır.

SONUÇ

Bir veya birden fazla şirketin tüm aktif ve pasifleriyle bir başka şirkete katılması veya en az iki şirketin tüm aktif ve pasiflerini yeni kuracakları bir şirkete devretmeleri şeklinde tanımlanabilecek şirket birleşmeleri, günümüz rekabet koşullarında şirketler için daha da önemli hale gelmiştir.

İki şirketin bağımsız faaliyet göstermek yerine bir araya gelerek tek bir şirket halinde faaliyetlerini sürdürme isteklerinin bir çok gerekçesi vardır. Bu gerekçeler finansal gerekçeler olabileceği gibi ölçek ekonomilerinden yararlanma, çeşitlendirme yoluyla işletmenin riskini azaltma, şirketlerin ellerindeki serbest nakit akımlarının kullanılması, vergi avantajlarından yararlanma gibi gerekçeler de olabilir. Tüm bu gerekçeler tek başlık altında toplanabilir: Sinerjik kazançlar sağlama. Şirket birleşmelerinde sinerji, tüm işletme fonksiyonları için söz konusu olabilmektedir.

Birleşme sürecinin en önemli aşaması, birleşen şirketlerin değerinin belirlenmesi aşamasıdır. Birleşme sürecinde şirket değerlerinin belirlenmesi hem devralma yoluyla birleşmelerde hem de yeni şirket kurulması yoluyla birleşmede önemlidir. Birleşme bir şirketin başka bir şirketi devralması yoluyla gerçekleşse dahi, devralan şirketin ödeme yapacağı fiyatı belirlemesi bakımından şirketin değerini bilmesi gerekir.

Birleşme görüşmelerinde hesaplanan şirket değerleri birleşmenin gerçekleşmesi bakımından bu kadar önemli olmasına karşın, uygulamada bir takım güçlükler bulunmaktadır. Öncelikle şirketlerin hangi değerlerinin birleşmelerde esas alınacağı kesin olarak belirlenememektedir. Değerleme yönteminin belirlenmesi, birleşme kararı alan şirketlerin yapılarına ve birleşmeden beklentilerine bağlı olmaktadır.

Şirket birleşmelerinde önemli diğer bir konu ise finansal analizdir. Finansal analiz hem birleşmek için uygun adayın seçiminde, hem uygun değerin saptanmasında, hem de birleşmeden dolayı beklenen faydaların taraflar arasında adil dağılımında yol gösterecektir.
Finansal analiz işletmelerin değerinin belirlenmesi en önemli aşamayı oluşturur. Çünkü hiçbir yatırım kararı bir işletmenin aktif ve pasifiyle alınması kadar kapsamlı değildir.

Türkiye'de şirket birleşmelerinde birleşen işletme açısından esas amaç genellikle finansal güçlükten kurtulmaktır. Uygulama yapılan şirketlerden birleşen şirketin amaçlarından biri de finansal güçlükten kurtulmak olmuştur.

Aynı faaliyet kolunda çalışan işletmelerin birleşmelerinde, yani yatay birleşmelerde, birleşme öncesi yapılması gereken analiz çalışmaları, diğer birleşme türlerine göre, daha kolay olmaktadır. Özellikle farklı dallarda çalışan şirketlerin birleşmelerinde birleşme öncesi ön inceleme çalışmalarına daha fazla önem verilmesi gerekmektedir.

Çalışmamızın üçüncü bölümünde incelediğimiz Arçelik A.Ş. ile Grundig Elektronik A.Ş. arasında gerçekleşen birleşme işlemlerine; Sermaye Piyasası Kurulu'nun 14.07.2003 tarih ve 25168 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri:1, No: 31 sayılı "Birleşme İşlemlerine ilişkin Esaslar Tebliği" hükümleri çerçevesinde başlanmıştır.

Öncelikle Arçelik A.Ş. ve Grundig Elektronik A.Ş.'nin Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına uygun olarak 1 Ocak 2008- 31 Aralık 2008 dönemine ait finansal tablolarını, Başaran Nas Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. (a member of PricewaterhouseCoopers) bağımsız denetime tabi tutmuş ve her iki şirket finansal tabloları için olumlu görüş vermiştir.

Daha sonra, Sermaye Piyasası Kurulu'nun yetkili kılmış olduğu Akis Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.'ne 14.04.2009 tarihli birleşme değiştirme oranları tespit raporu düzenletilerek Kadıköy Asliye 4.Ticaret Mahkeme'sinin 10.03.2009 tarih ve 2009/677 D.İş. sayılı dosyası kapsamında 15.04.2009 tarihli bilirkişi raporu düzenlenmiştir.

Bu raporlar kapsamında birleşmeye taraf şirketlerin 31.12.2008 tarihli finansal tabloları esas alınarak Uzman Kuruluş tarafından "İndirgenmiş Nakit Akımı" (İNA), "Piyasa Çarpanları Analizi", ve "UFRS esasına göre özkaynak yöntemi" esas alınarak birleşme hesabı yapılırken, Bilirkişi tarafından bu yöntemlere ek olarak geçici vergi beyannamesi kapsamında hazırlanan "VUK esaslı özkaynak yöntemi"ne göre de hesaplama yapılmıştır.

Yapılan hesaplamalarda Arçelik A.Ş. sermayesinin 249.975.000.-TL'sı kısmı nakden, 9.999.000.-TL'sı kısmı 2008 yılı karından ortaklara bedelsiz hisse olarak dağıtılmak üzere 399.960.000 TL'dan 659.934.000 TL'na artırılacağı hususu da dikkate alınmıştır.

Her iki raporda da, birleşme ve değiştirme oranları tespit edilirken, İNA yönteminin geleceğe yönelik varsayımları içermesi ve özellikle mevcut ekonomik koşullarda fiili sonuçlar ile tahminler arasında farklılıklar olabileceği göz önüne alınarak, İNA yöntemi sonucunun kullanılmaması uygun görülmüştür. Benzer şekilde, başka şirketlerin piyasa çarpanlarının kullanılması yolu ile hesap yapılan Piyasa Çarpanları Analizi yönteminin de ekonomik ortamın etkisiyle hisse senedi borsalarında yaşanan büyük çalkantılar nedeniyle yanıltıcı olabileceği düşüncesiyle kullanılmamasına karar verilmiştir. Sonuç olarak, birleşme ve değiştirme oranı tespiti, şirketlerin mevcut durumlarını yansıtan ve ileriye dönük belirsizlik içermeyen verilerin kullanıldığı Özkaynak yöntemi ile yapılmıştır.

Bu yönteme göre tespit edilen birleşme oranı; ((Arçelik A.Ş. / (Arçelik A.Ş. + Grundig Elektronik A.Ş.)) % 97.66, ulaşılacak sermaye; (Arçelik A.Ş. çıkarılmış sermayesi / Birleşme oranı) 675.728.205.-TL, değiştirme oranı ise (artırılacak sermaye tutarı / Grundig Elektronik A.Ş. sermayesi) 0,1947396 olarak belirlenmiştir.

Yukarıda açıklanan yönteme göre birleşme işlemlerinin sonuçlandırılması ile her iki şirketin Arçelik A.Ş. çatısı altında birleşmesinin, tüm taraflarının yararına olacağı sonucuna ulaşılmıştır.

31.12.2008 tarihi itibariyle İMKB Ulusal 100 endeksi kapanışı 26.864,07 iken Arçelik A.Ş. kapanış fiyatı 1,54.-TL ve Grundig Elektronik A.Ş. kapanış fiyatı 0,74.-TL olmuştur. Grundig Elektronik A.Ş. İMKB işlem sırasının kapanış tarihi olan 10.07.2009 tarihi itibariyle ise İMKB Ulusal 100 endeks kapanışı 36.780,49 iken Arçelik A.Ş. kapanış fiyatı 2,30.-TL ve Grundig Elektronik A.Ş. kapanış fiyatı 0,56.-TL olmuştur. Artış yüzdeleri İMKB % 37, Arçelik A.Ş. % 49 olurken Grundig Elektronik A.Ş.'nin ise fiyatı % 24 düşmüştür.

Uygulamada başarıyla sonuçlanmış şirket birleşmelerinden daha fazla sayıda başarısızlıkla sonuçlanan şirket birleşmesi girişimleri bulunmaktadır. Şirket birleşmelerinin başarı ile sonuçlanması; birleşme kararının doğru olarak alınması kadar, birleşme sürecine yeterince ağırlık verilmesine de bağlı olmaktadır.

KAYNAKÇA

Ankara Sanayi Odası Aylık Yayın Organı (Asomedya), "**Şirket Birleşmeleri"**, Ağustos 2000.

Akgüç Ö.: **Finansal Yönetim**, İ.Ü. İşletme Fakültesi, Muhasebe Enstitüsü, 6.basım İstanbul, Yayın no: 56. 1994.

Akgüç, Ö.: Kozanoğlu, H., **"Türkiye'de Bankacılık Sektörü".** İktisat Dergisi. Sayı: 417.

Akyüz, M., Ertel, N.: **Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü**, İstanbul, Dünya Yayınları, 3. Baskı, 1990.

Alpugan, O., Oktav, M., Demir, H. ve Üner, N.: **İşletme Ekonomisi ve Yönetimi**, 2. Baskı, İstanbul, Beta Basım Yayım Dağıtım A. Ş., 1990.

Arslan, H. B.: **Bulmacanın Eksik Parçası: Birleşme ve Satın Almalarda İnsan Kaynakları**, Ankara, Siyasal Kitabevi, 2004.

Arslan, H. B.: "**Şirket Birleşme ve Satın Almalarında İnsan Kaynakları Ayrıntılı İnceleme Süreci"**, Active Dergisi, Mart-Nisan, 2003.

Arslan, H. B.: "Şi**rket Birleşmeleri ve Satın Almalarında İnsan Kaynakları Ayrıntılı İnceleme Süreci"**, Active Dergisi, Mayıs-Haziran 2002.

Aydın, N.: **"Şirketlerin Dışsal Büyümeleri; Birleşme, Satınalma ve Konsolidasyon"** Eskişehir Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi Cilt 4. Sayı 2. Kasım 1986.

Aydın N.: **Birleşme ve Satınalmalarda İşletme Değerlemesi**, **Şirket Birleşmeleri**, Editörler:Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner, Alfa Yayınları:1420 Ocak 2004.

Aydın, N. : **"Şirket Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği"**, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayını, Ankara 1990.

Baş, İ.M. : **"Şirket Birleşmelerine Finansal Bir Bakış: Özellikle Birleşmeler"** Verimlilik Dergisi, Ankara, Ocak 1990.

Brigham, F. E.: **Finansal Yönetim Temelleri**. Cilt:2 Çev: Prof.Dr. Özdemir AKMUT, Prof.Dr Halil Karaaslan, Ankara Üniversitesi Yayınları. Yayın No: 206, Ankara, 1996.

Büker, S., Aşıkoğlu, R. ve Sevil, G.: **Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Eskişehir, CIP-Anadolu Üni. Kütüphane ve Dökümantasyon Merkezi, 1997.

Burstein, M. B.: **Acquisitions and Mergers**, New York, Oceana Publications Inc. , 1973, Aktaran: Nurhan Aydın.

Can, H., Tuncer D., ve Ayhan, D. Y. : **Genel İşletmecilik Bilgileri**, Tipo Matbaacılık, Ankara, 1986.

Cemalcılar, İ. : **Pazarlama Kavramlar- Kararlar**, Beta Basın Yayın Dağıtım,1996.

Ceylan, A.: **İşletmelerde Finansal Yönetim,** 5.Baskı, Bursa, 1998.

Civan, M., Ekşi, H.: "**Kobi'lerde Yeniden Yapılandırma ve Bu Bağlamda Şirket Birleşmeleri ile Bir Uygulama"**, 2000.

Çelik, O. : **Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi,** Ankara, Turhan Kitabevi, 1999.

Dayınlarlı, K.: **Joint Venture Sözleşmesi,** 2. Bası, Dayınlarlı Hukuk Yayınları Ltd.Şti, Ankara 1999.

Dinkin, D.: "**Birleşmeler İçin Zaman Şart"**, Active Line, Sayı 18, 2001.

Ernst &Young Kurumsal Finansman Danışmanlığı: "**Birleşme ve Satın Alma İşlemleri"** 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 ve 2009 Raporları.

Finansal Forum Gazetesi**:** **"Şirket Birleşmeleri İçin Önümüzü Açın"** 16.01.2000.

Gökbel, S. A..: **Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık, Şirket Birleşmeleri**, Editörler: Haluk Sumer, Helmut Pernsteiner, Alfa Yayınları:1420. Ocak 2004.

Gönenli, A.: **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 4. Baskı, İstanbul: Formül Matbaası, 1983.

Güçlü, F.: **Şirketler Muhasebesi**, Ankara, Detay Yayıncılık, 2003.

Güzey, Y.: "**Şirket Birleşmeleri Örgütsel Yapı Değişiklikleri ve Getirebileceği Sorunlar ve Önlemler",** İstanbul Ünv. S.B.E. Basılmamış Doktora Tezi, İstanbul 1995.

İvgen, H.: **Şirket Değerleme**, İstanbul, Finnet Yayınları, 2003.

Johnson, H. J.: **Corporate Finance Manual Mergers and Acquisitions A Framework for the Right Executive Decision,** Great Pearson, Education Limited, 1999.

Kavak, A.: **Sermaye Şirketlerinin Tasfiye, Birleşme, Devir ve Bölünme İşlemleri**, Maliye ve Hukuk Yayınları, 2005.

Keskinoğlu, S.: **Genel İşletme Ekonomisi Dersleri**, Eskişehir: E.İ.T.İ.A Yayın No: 6, 1961.

Kızılot, Ş.: **Kurumlar Vergisi Kanunu ve Uygulaması**, Yaklaşım Yayınları, Ankara, 2000.

Kim, K. H.: **Determinants of Successful Acquisition Management: A Process Perspective in the Lodging Industry, Ph.D. Thesis, Department of Hospitality and Tourism Management**, Virginia Polytechnic Institute and State University, 1998.

Koç, Y. : **"Şirket Birleşmeleri ve Performans Değerlemesi"** , Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi SBE, 2003.

Lawrance, D.S., Charles, H.: **"Introduction to Financial Management"** Mc. Graw-Hill Bank Company, Newyork, 1983.

Mucuk, İ.: **Modern İşletmecilik**, Yenilenmiş 14. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2003.

Müftüoğlu, M. T.: **İşletme İktisadı.** Ankara, Turan Kitabevi, 1989.

Nail, Lance A., Megginson, W. L.: **How Stock-Swap Mergers Affect Shareholder (and Bondholder) Wealth: More Evidence Of The Value Of Corporate Focus**, Journal Of Applied Corporate Finance, Bank Of America, Volume 11 Number 2, 1998.

Önet, A.: "**Küreselleşme, Rekabet Edebilirlik ve Şirket Birleşmeleri"**, Kıbrıs Türk Ticaret Odası, Ocak, 2004.

Özdemir, M.: **Finansal Yönetim**, Ankara, Gazi Kitabevi, 1997.

Pernsteiner, H.: **İşletme Bilimi Literatüründe Birleşme Kavramı**, İstanbul, Alfa Yayınları, 2003.

Porter, M. E.: **Rekabet Stratejisi Sektör ve Rakip Analiz Teknikleri**, Çeviri: Gülan Ulubilgen, İstanbul: Sistem Yayıncılık, 1. Baskı, Kasım 2000.

Rodoplu, G., Akdemir, A.: **İşletme Bilimine Giriş**, Isparta, Tuğra Ofset Matbaacılık, 1998.

Sarıkamış, C.: **Şirket Birleşmeleri**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2003.

Saruhan, Ş. C. ve
Özdemir, A. Ö.: **Değer Hedefli İşletmecilik**, 1. Baskı, İstanbul, M.Ü. Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, No:529/762, 2004.

Sönmezsoy, V.: "**Bir Büyüme Modeli Olarak Sermaye Şirketlerinde Birleşme- Devir İşlemleri ve Muhasebeleştirilmesi**" , Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul, Marmara Üniversitesi SBE, 1997.

Sümer, H. E.: "**Türk Bankacılık Sisteminde 1980 Sonrası Gerçekleştirilen Birleşmeler Üzerine Bir Değerlendirme"**, İktisat Dergisi, Şubat-Mart 1999, Sayı: 387.

Ülgen, H. ve Mirze, S.K: **İşletmelerde Stratejik Yönetim**. 1.Basım, İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2004.

Tükenmez, Mine
ve Diğerleri: **Muhasebe Sistemi Uygulama Tebliğine Göre; Finansal Yönetim**, İzmir: Vizyon Yayınları, 1999.

Türk, H. S.: "**Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü"**, Yayın No: 185, 1986.

Türk Dil Kurumu: "**Türkçe Sözlük"**, Genişletilmiş 7. Baskı, 1983.

Tekinalp, Poroy, Ü. R.,
Çamoğlu, E. : **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, İstanbul, Arıkan Yayınevi, 2000.

Thompson, A. Jr.
Strickland, A. J. : "**Strategy and Policy, Concepts and Cases**, Business Publications Inc, Dallas Texas, 1978.

Yazıcıoğlu, A.: "**Türk Ticaret Kanunu ve Vergi Kanunları Yönünden Birleşme, Devir ve Nev'i Değiştirme İşlemleri**", Vergide Gündem Dergisi, 2004.

Yazıcıoğlu, S.: "**Şirket Birleşmeleri"**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, Yıldız Teknik Üniversitesi SBE, 1997.

Yörük U.: **"Şirket Birleşmeleri'' ,** MÜ Bankacılık ve Sigortacılık MYO, Bitirme Tezi, 2002.

Bizden Haberler Dergisi, Koç Topluluğu Yayını, Eylül-Ekim 2009, Sayı:371.

29.6.1956 tarihli, 6762 sayılı Kanun

Yeni T.T.K. Yasa Tasarısı, Madde. 136.

İMKB, 17.12.1998 Tarihli Günlük Bülten.

Çevrim İçi Kaynaklar

Gaughan, P.: "Merger and Acquisitions: An Overview"
http://media.wiley.com/product_data/excerpt/79/04714143/0471414379.pdf 07.01.2010

www.canaktan.org/hukuk/rekabet-hukuk/globallesm.htm, 18.01.2010.

www.canaktan.org/hukuk/rekabet-hukuk/globallesm.htm, 18.01.2010.

http://www.angelfire.com/co2/muratdinc, 15.12.2009.

www.kalem.gen.tr/oku.asp?id=175& bslk=Finansal%20Yönetim - 67k - Ek Sonuç-, 13.10.2009.

http://www.kobibilgi.com/dosya_sbir4.asp , Erişim Tarihi 23.01.2010.

http://media.wiley.com/product_data/excerpt/79/04714143/0471414379.pdf Erişim Tarihi 07.01.2010.

http://www.arcelikas.com.tr/Cultures/tr-TR/YatirimciIliskileri/ImkbArcelik/?MENUID=2 Erişim Tarihi 02.02.2010.